الجمهوريـة الجزائريـة الديمقراطيـة الشعبيـة

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمـة



الكلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد

أطروحة

لنيل شهـادة الدكتـوراه في الطور الثالث

الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

الاختصاص: إدارة مالية

من إعداد:

وردة قريني

بعنوان

أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو
- دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي -

بتاريخ: 2024/04/17 أمام لجنة المناقشة المكونة من:

أ د. سامية عمر عبدة	أستاذ التعليم العالي	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	رئيسا
أ د. سعيدة بورديمة	أستاذ التعليم العالي	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	مقرّرا
د. إلياس قلّاب ذبيح	أستاذ محاضر	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	ممتحنا
أ د. رضا جاوحدو	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار عنابة	ممتحنا
أ د. عبد اللّطيف بلغرسة	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار عنابة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2024/2023

بسم الله الرحمن الرحيم



الملخص:

تعتبر تكلفة التمويل المعيار الرئيسي الذي يتم على أساسه اتّخاذ مختلف القرارات المالية بغية الاستفادة من فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة وتعظيم قيمتها، والتي تعد الهدف الاستراتيجي الأساسي للإدارة المالية المعاصرة. ولقد سعت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو، حيث أجريت على عينة من المؤسسات السعودية المدرجة في السوق المالي خلال سنة 2021. وقد تم أخذ عيّنتين فرعيّتين من العينة الكلية المتكوّنة من 116 مؤسسة، سمّيت الأولى بعيّنة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة وتكوّنت من 40 مؤسسة ذات نسبة السعر للعائد (PER) الأكثر ارتفاعا، وسمّيت الثانية بعيّنة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة وتكوّنت من 40 مؤسسة ذات PER الأكثر انخفاضا. حيث تم التعبير عن فرص النمو بنسبة **السعر/ العائد** والتي تم استخدامها كمتغير ضابط للتمييز بين عيّنتي الدراسة. وتم قياس قيمة المؤسسة (المتغير التابع) بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MBVE، كما تم استخدام مجموعة من المتغيرات إلى جانب تكلفة التمويل كمتغيرات مستقلة. وقد تم تحليل الانحدار المتعدّد بطريقة (LS – Least Squares (NLS and ARMA باستخدام برمجية E-Views13.

توصّلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمّها أنّ انخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالعائد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع فرص نمو المؤسسة وتعظيم قيمتها والعكس صحيح، وأنّ المؤسسات السعودية التي تتمتّع بفرص نمو مرتفعة لديها تكلفة تمويل منخفضة أدّت إلى ارتفاع قيمتها مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة التي لديها تكلفة تمويل مرتفعة انعكست سلبا على قيمتها. كما توصّلت إلى أنّ المؤسسات محل الدراسة ذات فرص النمو المرتفعة تعتمد على الديون لتمويل فرص النمو وحل مشكلة نقص الاستثمار، وأنّ المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة تعتمد على التمويل الذاتي بنسب أعلى نظرا لارتفاع ربحيّتها، كما أنّها تقوم بتوزيع الأرباح بنسب كبيرة وتستخدم الديون في هيكلها المالي بنسب منخفضة لمعالجة مشكلة فرط الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، فرص النمو، القرارات المالية، الهيكل المالي، السوق المالي السعودي.

Abstract:

The cost of financing is considered the main criterion on the basis of which various financial decisions are made in order to benefit from the growth opportunities available to the company and maximize its value, which is the primary strategic goal of contemporary financial management. This study sought to test the impact of the cost of financing on the company's value under different growth opportunities, It was conducted on a sample of Saudi companies listed in the financial market during 2021. Two sub-samples were taken from the total sample consisting of 116 companies, The first was called the sample of companies with high growth opportunities and consisted of 40 companies with the highest price-to-earning ratio (PER), The second was called the sample of companies with low growth opportunities and consisted of 40 companies with the lowest PER. Growth opportunities were expressed as the **price-to- earning** ratio, which was used as a control variable to distinguish between the two study samples. The value of the company (the dependent variable) was measured by the ratio of the **market value to the book value** of equity (MBVE), A group of variables were also used in addition to the financing cost as independent variables. Multiple regression analysis was done by using LS–Least Squares method (NLS and ARMA) using E-Views13 software.

The study reached to a set of results, the most important of which is that the low cost of financing compared to the return on equity leads to higher opportunities for the company to grow and maximize its value and vice versa, and that Saudi companies that enjoy high growth opportunities have a lower financing cost leads to an increase in their value compared to companies with low growth opportunities that It has a high cost of financing with a negative impact on its value. It also concluded that the companies under study with high growth opportunities rely on debt to finance growth opportunities and solve the problem of underinvestment, and that companies with low growth opportunities rely on self-financing at higher rates due to their high profitability. They also distribute profits in high proportions and use debt in their financial structure in low rates to solve the problem of overinvestment.

Keywords: cost of financing, company value, growth opportunities, financial decisions, financial structure, Saudi financial market.

Résumé :

Le coût du financement est considéré comme le critère principal sur la base duquel différentes décisions financières sont prises afin de bénéficier des opportunités de croissance disponibles pour l'entreprise et de maximiser sa valeur, qui est l'objectif stratégique principal du management financier contemporain. Cette étude visait à tester l'impact du coût de financement sur la valeur de l'entreprise à la lumière de différentes opportunités de croissance, Elle a été menée sur un échantillon d'entreprises saoudiennes cotées sur le marché financier au cours de l'année 2021. Deux sous-échantillons ont été prélevés de l'échantillon total composé de 116 entreprises, le premier a été appelé l'échantillon d'entreprises avec de fortes opportunités de croissance, était composé de 40 entreprises ayant le ratio cours/bénéfice (PER) le plus élevé, et le deuxième était appelé l'échantillon d'entreprises avec de faibles opportunités de croissance et composé de 40 entreprises présentant le PER le plus bas. Les opportunités de croissance ont été exprimées sous forme de ratio **cours/bénéfice**, qui a été utilisé comme variable de contrôle pour distinguer les deux échantillons de l'étude. La valeur de l'entreprise (la variable dépendante) a été mesurée par le ratio **valeur boursière/ valeur comptable** des capitaux propres (MBVE), Un groupe de variables a également été utilisé en plus du coût de financement comme variables indépendantes. Une analyse de régression multiple a été réalisée à l'aide de la méthode LS – Moindres carrés (NLS et ARMA) en utilisant le logiciel E-Views13.

L'étude a conclu à un ensemble de résultats, dont le plus important est que le coût de financement inférieur par rapport au rendement des capitaux propres conduit à de plus grandes opportunités de croissance et de maximiser la valeur de l'entreprise et vice versa, et que les entreprises saoudiennes qui bénéficient d'un niveau élevé des opportunités de croissance ont un coût de financement inférieur, ce qui entraîne une augmentation de leur valeur par rapport aux entreprises ayant de faibles opportunités de croissance qui ont un coût de financement élevé avec un impact négatif sur leur valeur. Il a également conclu que les entreprises étudiées ayant de fortes opportunités de croissance s'appuient sur la dette pour financer les opportunités de croissance et résoudre le problème du sous-investissement, et que les entreprises ayant de faibles opportunités de croissance s'appuient sur l'autofinancement à des taux plus élevés en raison de leur rentabilité élevée, distribuent également des bénéfices dans de larges proportions et utilisent la dette dans leur structure financière à des taux bas pour résoudre le problème du surinvestissement.
Mots clés : coût du financement, valeur d'entreprise, opportunités de croissance, décisions financières, structure financière, marché financier saoudien.

شكر وتقدير

بسم الله الرحمان الرحيم

﴿رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾ (سورة النمل: آية 19)

أحمد الله وأشكره حمدا كثيرا طيّبا مباركا فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه على عونه وتوفيقه لي في إنجاز هذا العمل المتواضع، فما توفيقي إلّا بالله. والصلاة والسلام على سيّد الأنبياء معلّم البشرية جمعاء

اقتداءً بهدي النبي محمد صلى الله عليه وسلم في قوله: ﴿من لا يشكر الناس لا يشكر الله﴾

أتقدم بجزيل الشكر والامتنان للأستاذة الفاضلة "سعيدة بورديمة" التي تولّت الإدارة العلمية لهذه الأطروحة، والتي لم تبخل بنصحها وتوجيهها وحرصها المتواصل، جزاها الله خير جزاء

كما أتقدم بالشكر للأساتذة أعضاء لجنة التكوين وأخص بالذكر الأستاذة سامية عمر عبدة، الأستاذ عبد القادر دبوش، والأستاذة عديلة مريمت على مساعدتهم وتوجيههم

دون أن أنسى الدعاء بالرحمة للأستاذ "الشريف غياط" مدير مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد الذي فتح لي باب المخبر على مصراعيه، ولم يبخل بدعمه ومساعدته

ولا يفوتني أن أتوجّه بالشكر الجزيل إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذه الأطروحة، جزاهم الله خير الجزاء

شكرا لكل من ساعدني ولو بكلمة طيّبة

الإهداء

إلى من قال فيهما عزّ وجلّ:

﴿وَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا تَنْهَرْهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا﴾

إلى الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما

إلى إخوتي

إلى زوجي الذي كان سندا لي في هذا المشوار

إلى قرة عيني أبنائي الأعزاء

إياد سيراء – آلاء سَيَار – أحمد بيان – محمد بجاد

إلى كل من علّمني حرفا

إلى كل من ساندني ولو بكلمة

إلى كل طالب علم سيمرّ على هذا الموضوع

إلى كل من أحبني أو أحببته في الله

أهدي هذا العمل المتواضع ثمرة جهدي المتواصل

اللغة العربية	اللغة الأجنبية	الرمز
الأصول	Assets	**A**
الأصل الاقتصادي	Actif économique	**AE**
الأصل الصافي المحاسبي	Actif net comptable	**ANC**
الأصل الصافي المحاسبي المصحّح	Actif net comptable corrigé	**ANCC**
القيمة الحالية المعدّلة	Adjust Present Value	**APV**
معدل احتجاز الأرباح	Profit retention rate	**B**
معامل المخاطر النظامية (معامل بيتا)	Systemic risk factor	β_i
القيمة الدفترية للأصول	Book value of assets	**BVA**
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	Book value of equity	**BVE**
معدل عمولة الوساطة	Brokerage commission rate	**C**
الأصول الرأسمالية	Capital Assets	**CA**
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	Capital asset pricing model	**CAPM**
تكلفة الخصم	Discount cost	**D**
الديون	Debts	**D**
معدل توزيع الأرباح	Dividend distribution rate	**D**
الرافعة المالية	financial Leverage	**D/E**
نسبة الديون إلى حقوق الملكية	Debt to equity ratio	**DER**
نسبة الديون	Debt ratio	**DR**
توزيعات الأرباح	Dividend	**DIV**
الأرباح الموزعة على السهم	Dividends per share	**DPS**
حقوق الملكية	Equity	**E**
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	Earnings before interest and taxes	**EBIT**
نسبة العائد للسعر	Earning to Price Ratio	**EPR**
العائد على السهم	Earnings per share	**EPS**
صناديق المؤشرات المتداولـة	Exchange-Traded Fund	**ETF**
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	**EVA**
معدل العائد المتوقع	Expected rate of return	Ex_i
علاوة مخاطر السوق	Market risk premium	Ex_m

التدفقات النقدية السنوية	Annual cash flows	F_i
مصاريف مالية	financial charges	FC
معدل النمو في الأرباح	Growth rate in profits	G
فائض القيمة	Goodwill	GW
ارتفاع فرص النمو	High growth opportunities	HGO
التكلفة المبدئية للاستثمار	Initial investment	I_0
معدل تغطية الفوائد	Interest coverage ratio	ICR
معدل النمو الداخلي	Internal Growth Rate	IG
تكلفة التمويل (معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين)	Cost of Financing	K
تكلفة التمويل بالدين	Cost of debt financing	K_d
تكلفة الأرباح المحتجزة	Cost of retained Profits	K_{RP}
تكلفة الأسهم الممتازة	Cost of preferred stock	Kps
تكلفة التمويل بحقوق الملكية	Cost of Equity Financing	Ke
انخفاض فرص النمو	Low growth opportunities	LGO
مودكلياني وميلر	Modigliani & Miller	M&M
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول	The ratio of market value to book value of assets	MBVA
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية	The ratio of market value to book value of equity	MBVE
القيمة السوقية للأصول	Market value of assets	MVA
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
القيمة السوقية لحقوق الملكية	Market value of equity	MVE
صافي التدفقات النقدية	Net Cash Flows	NCF
صافي سعر السهم	Net Stock price	NP
صافي القيمة الحالية	Net Present Value	NPV
السعر السوقي للسهم	Stock Price	P
مضاعف الربحية	Multiplier Earning	PER
نسبة السعر للعائد	Price to Earning Ratio	PER
مؤونات الأخطار والتكاليف	Provisions pour risques et charge	PRC
القيمة الحالية لفرص النمو	Present Value Growth Opportunities	PVGO

معدل العائد الخالي من المخاطرة	Risk-free rate of return	**R**
معدل المردودية الاقتصادية	Economic return rate	**R_e**
صناديق الاستثمار العقارية المتداولة	Real Estate Investment Trust	**REIT**
نسبة الأرباح المحتجزة	Retained earnings ratio	**RER**
العائد على الأصول	Return on assets	**ROA**
معدل العائد على رأس المال المستثمر	Return on Capital employed	**ROCE**
العائد على حقوق الملكية	Return on equity	**ROE**
سرعة دوران الأصول	Rotation des actifs	**ROTA**
معدل النمو المستقل	Independant Growth Rate	**SG**
هيكل الأصول	Assets Structure	**STRA**
معدل الضريبة	Taxe	**T**
القيمة المتبقية	Valeur résiduelle	**VR**
القيمة الحقيقية للأصول	Valeur réelle des actifs	**VRA**
التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	Weighted Average Cost of Capital	**WACC**
الزكاة	Zakat	**Z**

المقدمة العامة

إنّ استمرار المؤسسة ونموها وتطوّرها مرهون بقدرتها على تعظيم قيمتها، والذي يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية في الفكر المعاصر. وتحكم هذا الهدف مختلف القرارات المالية، والتي تعتبر من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتّخذها الإدارة المالية، نظرا لتأثيرها على قيمة المؤسسة وعلى حاضرها ومستقبلها. وتتمثل هذه القرارات في قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح.

تهتم قرارات التمويل بكيفية تدبير الموارد المالية الضرورية للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة، في حين تهتم قرارات الاستثمار باستخدام هذه الموارد للحصول على أعلى عائد ممكن، أمّا قرارات توزيع الأرباح فتهتم بالتصرف في العوائد المحقّقة إمّا بتوزيعها على المساهمين، أو باحتجازها لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا رئيسيا للتمويل، خاصة لغرض النمو والتوسع.

قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع إمّا من خلال قرارات التمويل التي ينجم عنها انخفاض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن لها، وإمّا من خلال قرارات الاستثمار التي ينتج عنها زيادة التدفقات النقدية الصافية، إذ تتوقف قيمة المؤسسة على مستوى التدفقات النقدية التي تولّدها أصولها الاقتصادية، وعلى المعدل الذي تتم به رسملة تلك التدفقات والمتمثل في تكلفة التمويل. كما يمكنها أن ترتفع من خلال قرارات توزيع الأرباح، فتوزيع الأرباح يعتبر إشارة للسوق بأنّ الوضعية المالية للمؤسسة في حالة جيدة، ممّا يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم المؤسسة، وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية. كما أنّ احتجاز الأرباح لتمويل فرص النمو يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية، ما يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

وتعد تكلفة التمويل مفهوما تمويليا مهمّا جدا، يعمل كحلقة وصل رئيسية بين القرارات المالية والهدف الأساسي للإدارة المالية المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة. كما تعد جوهر أي مناقشات أو دراسات حول قرارات التمويل والاستثمار، فهي المعيار الذي يستخدم في معرفة إذا ما كانت الفرص الاستثمارية ستزيد أو ستخفض من أسعار أسهم المؤسسة، وبالتالي من قيمتها السوقية. إضافة إلى أنّها المعيار المستخدم للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، والتي على أساسها يتم بناء هيكلها المالي.

إشكالية الدراسة:

تزايدت الأبحاث حول تأثير القرارات المالية وتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة في العقود الأخيرة خاصة بعد الثورة المعرفية التي أثارها Modigliani & Miller سنة 1958 حول تكلفة التمويل والهيكل المالي. وقد تركّزت جهود الباحثين على الاهتمام بتكلفة التمويل وكيفية تعظيم ثروة الملّاك، وأصبحت الأساس المعرفي للإدارة المالية. وساعد في ذلك نمو وتطور الأسواق المالية، لاسيّما مع ظهور مفهوم كفاءة الأسواق المالية. حيث سمّيت هذه المرحلة بمرحلة إدارة الخصوم وحقوق الملكية في إطار تكلفة التمويل. وبذلك شكّلت القرارات المالية والتي تعتبر تكلفة التمويل المعيار الأساسي لاتّخاذها، ومدى انعكاسها على قيمة المؤسسة الواجهة الرئيسية للفكر المالي المعاصر، خاصة مع تباين واختلاف فرص نمو المؤسسات.

بناء على ما سبق ونظرا لأهمية تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسة يمكن صياغة التساؤل الرئيسي للدراسة على النحو التالي:

ما أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل اختلاف فرص النمو؟

ولمعالجة هذه الإشكالية والإلمام بالموضوع نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يختلف أثر تكلفة التمويل في القرارات المالية للمؤسسة باختلاف فرص نموها؟
- هل يؤدي توافر فرص النمو إلى تعظيم قيمة المؤسسة؟
- ما مدى اعتماد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي على الديون في هيكلها المالي لتمويل فرص نموها؟
- هل تقوم المؤسسات السعودية التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة باحتجاز الأرباح لتمويل فرص نموها؟
- هل تعتمد المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المنخفضة على حقوق الملكية لتمويل احتياجاتها؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤل الرئيسي السابق نضع الفرضية الرئيسية التالية:

لا يوجد أثر لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل اختلاف فرص النمو.

وللإجابة على التساؤلات الفرعية السابقة نضع الفرضيات الفرعية التالية:

- يختلف أثر تكلفة التمويل في القرارات المالية للمؤسسة باختلاف فرص نموها.
- يؤدي توافر فرص النمو إلى تعظيم قيمة المؤسسة.
- تعتمد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي على الديون بشكل كبير في هيكلها المالي لتمويل فرص نموها.
- تقوم المؤسسات السعودية التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة باحتجاز الأرباح لتمويل فرص نموها.
- تعتمد المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المنخفضة على حقوق الملكية لتمويل احتياجاتها.

أهمية الدراسة:

تتوقف أهمية أي دراسة على أهمية الظاهرة المدروسة وعلى قيمتها العلمية، وعلى مساهماتها نظريا وميدانيا، وتكتسب هذه الدراسة أهمّيتها من تناولها لموضوع هام وحسّاس يتعلق بالهدف الأساسي للإدارة المالية ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وبتكلفة التمويل التي تعتبر العامل الرئيسي الذي يحكم هذا الهدف، باعتبارها معيارا للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، ومعيارا لقبول المقترحات الاستثمارية التي تمثل فرصا لنمو المؤسسة وتطورها. ولطالما كان هذا الموضوع من أهم القضايا التي كانت ولا تزال محط جدل واسع بين النظريات والدراسات المختلفة.

أسباب اختيار الموضوع:

هناك العديد من الأسباب والدوافع التي أدّت بنا إلى اختيار هذا الموضوع منها:

– كونه يتعلق بالهدف الأساسي والحديث للإدارة المالية، وبحكم التخصص "إدارة مالية"، جعل موضوع الدراسة ينطبق على الهدف الأساسي لتخصّصنا؛

– على حسب علمنا لا توجد أي دراسة سابقة ربطت بين متغيرات هذه الدراسة (تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو). وبالتالي سنحاول تقديم إضافة علمية، أو حقائق عملية من خلال الدراسة

القياسية، يمكن أن تفيد أصحاب المصالح مع المؤسسة كالملّاك، المديرين، الدائنين، المستثمرين الحاليين والمرتقبين، البنوك والمؤسسات المالية، مصالح الضرائب، والقائمين على تنظيم الأسواق المالية...إلخ، خاصة لاهتمام جميع هذه الأطراف بهذه المتغيرات، والتي تعتبر بمثابة معايير ومؤشرات يتم على أساسها اتخاذ جميع القرارات.

– قمنا باختيار السوق المالي السعودي لإجراء الدراسة القياسية لتوفر جميع المعلومات والبيانات عن المؤسسات المدرجة فيه في المواقع الالكترونية، وهذا ما سهّل علينا إجراء الدراسة خاصة مع انتشار جائحة كورونا وما ترتب عنها من إغلاق للمؤسسات نتيجة الإجراءات الاحترازية والحجر الصحي؛

– بما أنّ هذه الدراسة تمّت خلال سنة واحدة فإنها تحتاج لعدد كبير من المؤسسات وذلك من أجل إظهار الاختلاف في فرص النمو، والسوق المالي السعودي يعتبر من أكبر الأسواق المالية العالمية، ويحتوي على عدد كبير من المؤسسات، حيث بلغ عدد المؤسسات المدرجة سنة 2021 في السوق الرئيسي 210 مؤسسة.

أهداف الدراسة:

نهدف من وراء هذه الدراسة إلى:

– معرفة أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة، مع الأخذ في الاعتبار اختلاف فرص النمو؛

– توضيح أثر القرارات المالية المتمثلة في: قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح في قيمة المؤسسة مع اختلاف فرص نموها، وإبراز دور تكلفة التمويل في الربط بين هاته القرارات؛

–التعرف على كيفية الاستغلال الأمثل للموارد المالية للمؤسسة، في ظل التطور الكبير في المجال المالي وتنوع مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة من أجل الاستفادة من فرص النمو المختلفة.

منهج الدراسة والأدوات المستخدمة فيها:

طبيعة الموضوع تستدعي استخدام العديد من المناهج البحثية لتحليل إشكالية الدراسة والإجابة على التساؤلات المطروحة واختبار صحة الفرضيات، وقد استخدمنا المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري لوصف وشرح المفاهيم الأساسية للموضوع كتكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو، وتحليل أبعاده من خلال النتائج المتوصل إليها. أمّا في الجانب التطبيقي فقد استخدمنا الأسلوب الإحصائي الكمي القياسي، وذلك بإجراء دراسة قياسية باستخدام برنامج E-Views13.

واعتمدنا على البحث الببليوغرافي للحصول على المراجع المتوفرة على مستوى المكتبات الجامعية ومخابر البحث كالكتب باللغة العربية واللغات الأجنبية، بالإضافة إلى المراجع الإلكترونية المحمّلة من شبكة الأنترنيت كالكتب الالكترونية والمقالات والمداخلات والرسائل العلمية، وهذا فيما يخص الجانب النظري، أمّا في الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على المواقع الالكترونية للسوق المالي السعودي وللمؤسسات محل الدراسة، للحصول على القوائم والتقارير والمؤشرات المالية.

الدراسات السابقة:

سنقوم بعرض أهم الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع دراستنا، والتي ساعدتنا على بناء الدراسة الحالية، وذلك بتقسيمها إلى قسمين، دراسات باللغة العربية ودراسات باللغات الأجنبية كما يلي:

أولا: الدراسات السابقة باللغة العربية:

1- دراسة (بن الضب، 2009) بعنوان: دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة2006-2008، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة. استهدفت قياس تأثير قرارات الهيكل المالي وقرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، حيث أجريت على عينة مكونة من 60 مؤسسة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2008)، موزعة على أربع قطاعات هي القطاع العقاري، القطاع الصناعي، القطاع الخدمي، والقطاع الغذائي. استخدمت نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وقبل بناء النموذج واختبار الفرضيات تم اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بالسوق والمعبّر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة من 18-06-2001 إلى 29- 05- 2008. وتوصّلت إلى أنّ السوق المالي الكويتي يعد سوق كفئ عند المستوى الضعيف، وأنّ الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير كبير في تفسير قيمة المؤسسات محل الدراسة، كما أنّه توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير معنوي على قيمة المؤسسة هي حجم المؤسسة، حجم السيولة، المردودية، والمخاطر النظامية معبّرا عنها بمعامل بيتا.

2- دراسة (السماني، 2015) بعنوان: أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة (دراسة حالة: الشركة القومية للاتصالات سوداتل 2007-2011)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا. بحثت أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، حيث تمثلت مشكلة الدراسة في أنّ الشركة السودانية سوداتل لا تختار الهيكل المالي المناسب الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة التمويل وزيادة الربحية والعائد ويعظّم قيمتها في السوق. استخدمت عدة أساليب للتحليل تمثّلت في التحليل الرباعي (SWOT)، وتحليل النسب المالية، والتحليل الرأسي والأفقي للتأكّد من صحة الفرضيات. وتوصّلت إلى عدة نتائج أهمّها أنّ التمويل بالاقتراض يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع الربحية، ويعظّم القيمة السوقية للشركة، أمّا التمويل بحقوق الملكية فيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة. وأوصت الدراسة بضرورة الالتزام بتشكيلة مثالية للهيكل المالي والموازنة بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أخذا في الاعتبار مخاطر الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية عند تكوين الهيكل المالي.

3- دراسة (سويدان، الربضي، و عواد، 2015) بعنوان: أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. المجلة العربية للإدارة، المجلد 35، العدد 01. كان الهدف منها اختبار أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس مال الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2009، حيث استخدمت ثلاث مقاييس للفرص الاستثمارية هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول(MTBV) ، نسبة نمو الأصول الثابتة (GFA)، نسبة التدفقات النقدية المتولدة من الأصول الثابتة (CFA) ، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الضابطة التي تؤثر على نسبة الدين كمتغير تابع، وذلك بالتطبيق على عينة تشمل 46 شركة. وقد بيّنت النتائج وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للفرص الاستثمارية مقاسة بـ (CFA)، كما أشارت إلى أنّ هذه الشركات تستخدم كمية أقل من الديون لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، وفسر ذلك بأنّ الشركات التي تسعى إلى النمو تفضل تمويل استثماراتها المستقبلية والحالية عن طريق الأرباح المحتجزة باعتبارها المصدر الأقل تكلفة، كما أنّ الديون تترتب عنها مخاطر تزيد من احتمال الإفلاس.

4- دراسة (بني خلف، 2017) بعنوان: أثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان. رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان. هدفت إلى تقصي أثر القرارات التمويلية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على نمو هذه الشركات والذي تم قياسه بنسبة السعر السوقي للسهم إلى العائد على السهم، خلال الفترة الممتدة ما بين 2011 و2015، وقد تم استخدام برنامج الرزم الإحصائية SPSS في تحليل ومعالجة البيانات واختبار الفرضيات، وتوصّلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمّها وجود أثر إيجابي دال إحصائيا للقرار التمويلي المتمثل في احتجاز الأرباح والقرار التمويلي المتمثل في زيادة رأسمال الشركة من خلال زيادة قيمة أسهمها المصدرة على نسبة السعر للعائد، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للقرار التمويلي المتمثل في الاقتراض من الخارج على نسبة السعر للعائد. وأوصت هذه الدراسة بعدة توصيات أهمّها ضرورة قيام هذه الشركات بالمواءمة بين بين مصادر التمويل وطرق توظيف هذه الأموال.

5- دراسة (قدوج و مليكاوي، 2019) بعنوان: أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت. مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 01. اختبرت مدى تأثير تكلفة التمويل على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت، حيث شملت عينة الدراسة 25 شركة مدرجة خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2016، وقد تم إدراج مجموعة من المتغيرات المستقلة إلى جانب تكلفة التمويل كنسبة الرفع المالي، هيكل الأصول، درجة الملاءة المالية، معدل العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية الصافية، حجم التوزيعات وحجم الشركة. ثم تحليل الانحدار الخطي المتعدد، وتوصّلت إلى مجموعة من النتائج أهمّها عدم وجود تأثير دال إحصائيا لتكلفة التمويل على قيمة الشركة، وأنّ معدل العائد على حقوق الملكية هو أكثر العوامل تأثيرا على قيمة الشركة، ثم يأتي حجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية السنوية بدرجة أقل.

ثانيا: الدراسات السابقة باللغات الأجنبية:

1- دراسة (McConnell & Servaes, 1995) بعنوان: Equity ownership and the two faces of debt. Journal of Financial Economics, n° 39. درست العلاقة بين قيمة الشركة (Tobin's Q)، الرافعة المالية، وحقوق الملكية. تم إجراؤها على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية غير المالية المدرجة في بورصة نيويورك NYSE أو البورصة الأمريكية AMEX للسنوات(1976، 1986، 1988)،

وقد بلغ عدد شركات العينة (1173، 1093، 830) شركة لكل سنة على التوالي. تم تصنيف شركات العينة في كل سنة إلى عينتين، عينة لديها فرص نمو مرتفعة، والأخرى لديها فرص نمو منخفضة، واستخدمت نسبة سعر السهم إلى عائد السهم (P/E) كمؤشر لفرص النمو للتمييز بين هاتين العينتين. حيث تم وضع ثلث الشركات التي لديها أعلى نسبة لـ P/E في عينة النمو المرتفع، والثلث الذي لديه أدنى نسبة في عينة النمو المنخفض. توصّلت الدراسة إلى أنّ قيمة الشركة ترتبط ارتباطا سلبيا بالرافعة المالية بالنسبة للشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة، وترتبط بشكل إيجابي بالرافعة المالية للشركات ذات فرص النمو المنخفضة، ولقد اتفقت نتائج هذه الدراسة مع الفرضية القائلة بأنّ الرافعة المالية تؤدي إلى نقص الاستثمار وتقليل قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى الفرضية القائلة بأنّ الرافعة المالية تخفّف من الاستثمار المفرط وتزيد من قيمة المؤسسة.

2- دراسة (Gul, 1999) بعنوان Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. Journal of Corporate Finance, Volume 05. استخدمت هذه الدراسة تحليل السلاسل الزمنية المقطعية وتحليل السلاسل الزمنية بفارق سنة واحدة للمتغيرات التابعة لتحليل البيانات، والتي تكوّنت من 5308 مشاهدة للمؤسسات اليابانية المدرجة خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين 1988-1992. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية كبيرة بين فرص النمو وكل من التمويل بالدين وتوزيعات الأرباح، وكانت النتائج متوافقة مع حجج نظرية الوكالة للعلاقة بين فرص النمو وهيكل رأس المال، وسياسة توزيع الأرباح، وأكّدت أهمية فرص النمو في نظرية تمويل الشركات.

3- دراسة (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005) بعنوان: The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence, Journal of Corporate Finance, nº 11. اختبرت تأثير الرافعة المالية على قرارات الاستثمار، باستخدام معلومات عن الشركات الكندية المتداولة خلال الفترة الممتدة ما بين 1982 و1999، وقد بلغ عدد الشركات المدروسة 863 شركة، استخدمت الدراسة نهج المتغير الآلي لمعالجة مشكلة التجانس الخاصة بالعلاقة بين الرافعة المالية والاستثمار، وكانت الدراسة الأولى التي تستخدم هذا النهج لدراسة هذه العلاقة. وتوصّلت إلى وجود تأثير سلبي للرافعة المالية على الاستثمار، وأنّ هذا التأثير أقوى بشكل ملحوظ بالنسبة للشركات ذات فرص النمو المنخفضة مقارنة بالشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة، وقد تم قياس فرص النمو بنسبة Tobin's Q. ودعّمت هذه النتائج نظريات الوكالة المتعلقة بالرافعة المالية خاصة النظرية القائلة بأنّ الرافعة المالية لها دور تأديبي للشركات ذات فرص النمو المنخفضة.

4- دراسة (DANILA, NOREEN, AZIZAN, FARID, & AHMED, 2020) بعنوان: Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study, Journal of Asian Finance, Economics and Business. هدفت الدراسة إلى التحقيق في تأثير فرص النمو على هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا التي قامت بتوزيع الأرباح من سنة 2007 إلى سنة 2017، باستخدام بيانات البانل. حيث تم تحليل الانحدار باستخدام نموذجي الآثار الثابتة والآثار العشوائية. وكانت نتائج الدراسة متماشية مع نظرية الوكالة، حيث توصلت إلى أنّ فرص النمو لها علاقة سلبية كبيرة مع نسبة الدين وتوزيعات الأرباح، ممّا يشير إلى أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة لا تشجع على الاستدانة لحل مشكلة نقص الاستثمار واستبدال الأصول، وتميل إلى تبني سياسة توزيع أرباح منخفضة لأن التدفقات النقدية سيتم استخدامها لتمويل الفرص الاستثمارية.

كما توصّلت إلى أنّ حجم الشركة وربحيتها لهما تأثير كبير على هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح، وأنّ التأثير الإيجابي لحجم الشركة على الرافعة المالية يرجع إلى انخفاض مخاطر الإفلاس وتكلفة التمويل للشركات الكبيرة. والتأثير الإيجابي لنسبة الربحية على الدين يرجع إلى أنّ الشركات ذات الربحية العالية تميل إلى امتلاك المزيد من مزايا الدرع الضريبي. أمّا التأثير الإيجابي للربحية على سياسة توزيع الأرباح يرجع إلى أنّ الشركات المربحة يمكنها الاحتفاظ بتدفقات نقدية حرة أكبر، وبالتالي توزيع أرباح أعلى.

5- دراسة (Subagyo, 2021) بعنوان: Relationships between Debt, Growth Opportunities, and Firm Value: Empirical Evidence from the Indonesia Stock Exchange , Journal of Asian Finance, Economics and Business, Volume 08, n° 01. اختبرت دور فرص النمو كمتغير وسيط في العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة. أجريت الدراسة على 300 شركة صناعية مدرجة في بورصة اندونيسيا للأوراق المالية (IDX) للفترة 2015-2018. لتحليل البيانات تم تقسيمها إلى مجموعتين فرعيتين: مجموعة الشركات ذات فرص النمو المرتفعة، ومجموعة الشركات ذات فرص النمو المنخفضة. وقد بينت النتائج أنّ هيكل رأس المال كان له تأثير إيجابي مباشر على قيمة الشركة، علاوة على ذلك فإن نتائج اختبار نموذجي الانحدار لفرص النمو كمتغير وسيط كانت جد مهمة. إذ بينت أنّ استخدام الديون بالنسبة للشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة كان له تأثير سلبي على قيمة الشركة، وعلى العكس من ذلك فإنّ لاستخدام الديون تأثير إيجابي على قيمة الشركة بالنسبة للشركات ذات فرص النمو المنخفضة.

ما يميّز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

بعد استعراضنا لأهم الدراسات السابقة التي تطرقت إلى مواضيع ذات علاقة بموضوعنا، والتي تم إجراؤها على عينات مختلفة وفي مناطق مختلفة من العالم، يمكننا استنباط ما يميّز هذه الدراسة عن الدراسات التي سبقتها.

اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في بيئتها وعينتها، وكذلك في الفترة الزمنية التي أجريت خلالها. كما أنّها تمّت خلال سنة واحدة بينما جميع الدراسات الأخرى تمّت خلال مجموعة من السنوات. وتميزت بأنّها الدراسة الأولى على حسب علمنا التي ربطت متغيرات الدراسة (تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، فرص النمو) مع بعضها بهذه الطريقة، حيث توجد العديد من الدراسات التي استخدمت فرص النمو كمحدد من محددات الهيكل المالي، وهناك دراسات اختبرت تأثيرها على قيمة المؤسسة كمتغير مستقل إلى جانب الهيكل المالي ومتغيرات أخرى. أمّا الدراسات التي استخدمت فرص النمو كمتغير ضابط للتمييز بين المؤسسات ذات النمو المرتفع وذات النمو المنخفض فقد درست تأثير أو علاقة هيكل رأس المال بقيمة المؤسسة أو بقرارات الاستثمار ولم تتطرق لتكلفة التمويل.
بالإضافة إلى أنّ هذه الدراسة استخدمت العديد من المتغيرات المستقلة إلى جانب تكلفة التمويل والتي يمكن أن تؤثر في قيمة المؤسسة. والتي لها علاقة بالمردودية وبجميع القرارات المالية.

صعوبات الدراسة:

واجهنا العديد من الصعوبات والتحدّيات أثناء قيامنا بهذه الدراسة، خاصة أنّها تزامنت مع ظهور أزمة فيروس كورونا وما انجرّ عنها من حجر صحي أدّى إلى غلق الجامعات والمؤسسات، ما أدى إلى صعوبة الحصول على المراجع وصعوبة التنقل لإجراء زيارات ميدانية للمؤسسات، لا سيّما أنّنا كنّا نريد إجراء هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الجزائرية، وهذا ما جعلنا نلجأ إلى الأسواق المالية الأجنبية.

هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، قسّم كلّ فصل إلى ثلاث مباحث، وكلّ مبحث قسّم بدوره إلى ثلاث مطالب. وقد خصّص الفصلين الأوّلين للجانب النظري للإحاطة بالموضوع جيّدا وإعطاء خلفية عنه، حيث تطرّقنا في الفصل الأول إلى تكلفة التمويل والقرارات المالية في المؤسسة، أمّا الفصل الثاني فتناولنا فيه التأصيل النظري لقيمة المؤسسة وفرص نموها، بينما خصّصنا الفصل الثالث للجانب التطبيقي أين تمّ اختبار الفرضيات من خلال إجراء دراسة قياسية على عينة من المؤسسات السعودية المدرجة في السوق المالي.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لتكلفة التمويل والقرارات المالية في المؤسسة

تمهيد :

يعد التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد نفقاتها ومستحقاتها، حيث تعتبر وظيفة التمويل عملية هامة جدّا ومعقدة خاصة في المؤسسات الكبيرة. وقد عرفت تحولا كبيرا، فبعدما كانت تقتصر على الحصول على الأموال، تحوّلت إلى كيفية استخدام هذه الأموال مع التركيز على التدفقات النقدية، ثم توسّع هذا المفهوم ليشمل السياسات والقرارات التي تؤثر في قيمة المؤسسة، والتأكيد على إجراءات الموازنة الرأسمالية بدقة لمعرفة تكلفة تمويل المؤسسة.

ويعد الهيكل المالي من أكثر المفاهيم تعقيدا عند اتخاذ القرارات المالية بسبب علاقته المتداخلة مع بعض القرارات المالية الأخرى، فاتخاذ قرارات مالية غير صائبة متعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة يمكن أن يترتب عنه ارتفاعا في تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض في قيمة المؤسسة.

إنّ أفضل سبل تحقيق النمو المستمر للمؤسسة عند اعتمادها على الديون في هيكلها المالي هو تحسين أدائها مع الاستخدام الأفضل لمواردها، خاصة الموارد المالية، بالإضافة إلى إعادة استثمار الجزء الأكبر من أرباحها، إلّا أنّ الاعتماد المتزايد على الديون يزيد من درجة المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة، لذلك يجب الوصول إلى الهيكل المالي المناسب الذي يحقّق التوازن بين الديون وحقوق الملكية، حتى تتمكن المؤسسة من تدبير احتياجاتها المالية بأقل تكلفة ممكنة والحد من المخاطر المالية وتقليل آثارها على مخاطر الأعمال وعلى معدل نمو المؤسسة.

المبحث الأول: القرارات المالية في المؤسسة

تتخذ المؤسسة ثلاثة أنواع من القرارات التي تساهم في صياغة استراتيجيتها المالية بشكل كبير، إذ يرتبط النوع الأول بتشكيلة أصول المؤسسة، ويسمى قرار الاستثمار، ويتعلق النوع الثاني بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية، أي المزيج من مصادر التمويل الذي يستخدم في تمويل الاستثمارات(الأصول) وهو ما يعرف بالهيكل المالي، ويتمثل في قرار التمويل، أما القرار الأخير فهو قرار توزيع الأرباح، والذي يحدد مساهمة التمويل الداخلي من أموال. وهذه القرارات مهمّة جدا لأنها ترتبط ارتباطا وثيقا بتحقيق أهداف المؤسسة، فهي مبنية على أساس تعظيم قيمة المؤسسة والذي يعتبر الهدف الأساسي للإدارة المالية، كما أنّ لها آثارا طويلة الأجل على المؤسسة نظرا لانطوائها على مبالغ ضخمة من الأموال، إلى جانب تأثيرها الكبير على التكلفة المرجحة لرأس المال وعلى قيمة المساهمين.

المطلب الأول: قرارات التمويل في المؤسسة

تسعى جميع المؤسسات للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها اليومية وتوسيع أنشطتها المستقبلية، وللقيام بذلك عليها الاختيار بين بديلين أساسيين للتمويل، إما الاقتراض والذي يطلق عليه التمويل بالمديونية أو التمويل المقترض (Debt Financing)، أو بيع نسبة من الحصص في ممتلكاتها والذي يطلق عليه التمويل الممتلك (Equity Financing)، أو عن طريق المزج بينهما. وتعتمد الكيفية التي يمكن للمؤسسة من خلالها توفير التمويل المطلوب بشكل كبير على حجم المؤسسة، مرحلة حياتها، وفرص نموها.

وهنا نجد أنّ المؤسسة أمام أحد أهم القرارات المالية المتعلقة بهدفها الأساسي والمتمثل في تعظيم ثروة المساهمين فيها، أي تعظيم قيمتها السوقية ألا وهو قرار التمويل.

1 – مفهوم التمويل:

يعرف التمويل بأنّه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها (الحاج، 2002، صفحة 21). ويعرف أيضا بأنّه البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال، وتقييم تلك الطرق والاختيار بينها، للحصول على المزيج الأفضل الذي يناسب كمية ونوعية الاحتياجات والالتزامات المالية للمؤسسة (الزغبي، 2000، صفحة 77). كما يعرف بأنّه الدور الذي يعكس الاستراتيجية المالية للمؤسسة في تحديد احتياجاتها المالية لتغطية الاستثمارات المستقبلية (السماني، 2015، صفحة 24).

من خلال التعاريف السابقة نجد أنّ التمويل يتمثل في عملية الحصول على الأموال اللاّزمة لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة كمّا ونوعا في الوقت المناسب.

2- مفهوم قرار التمويل:

يعبّر قرار التمويل عن عملية المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، من أجل اختيار المصدر المناسب لتدبير الاحتياجات المالية للمؤسسة وتوجيهها نحو مجال الاستخدام المناسب لطبيعة مصدر التمويل في ضوء مجموعة من العوامل أهمها: نوع وطبيعة مصدر التمويل، تكلفة التمويل، نوع وحجم المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، والفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة (حميد، 1995، صفحة 25)، أخذا بالاعتبار القدرة على سداد الديون والوفاء بالالتزامات المرتبطة بها دون التعرض للعسر المالي.

وبذلك فإن قرار التمويل يتمثل في اختيار المزيج التمويلي المناسب للوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يقود إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال انعكاساته على القيمة السوقية للمؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 341). وهو قرار مستمر يتطلب إعادة النظر فيه كلّما احتاجت المؤسسة تمويلا إضافيا أو توفرت لديها أموال كبيرة نسبيا (عبد العزيز، 1997، الصفحات 250-251).

ويتركز اهتمام المدير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي وبعده على التأكّد من أنّه يمكن توفير الأموال المطلوبة في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة، واستثمارها في المجالات الأكثر فائدة (الزبيدي، 2008، صفحة 48).

3- مبادئ قرار التمويل:

تحرص قرارات التمويل على تحقيق المبادئ التالية (عبد الرحيم، 2008، الصفحات 32-33):

- تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الممتلك ومصادر التمويل المقترض، وأن يتوافق الهيكل المالي مع نمط الهياكل المالية للمؤسسات المماثلة؛
- تحقيق التناسب بين مصادر التمويل واستخداماتها حسب آجال استحقاقها؛
- تخفيض التكلفة الوسطية المرجحة بقدر الإمكان؛
- تخفيض درجة المخاطر.

4- العوامل المؤثرة في قرار التمويل:

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في قرار التمويل أهمها (الزغبي، 2000، صفحة 77):

- حجم الديون الحالية للمؤسسة؛
- حجم السيولة المتوفرة في المؤسسة؛
- جحم أرباح المؤسسة السنوية؛
- تأثير تكاليف مختلف مصادر التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- تركيبة المزيج التمويلي في المؤسسة من ديون طويلة وقصيرة الأجل وحقوق الملكية.

المطلب الثاني: قرارات الاستثمار في المؤسسة

تعتبر القرارات الاستثمارية من أهم قرارات الإدارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها الاستثمارية، حيث تلجأ الإدارة المالية لهذه القرارات أملا في زيادة قوّتها الإيرادية (العائد على الاستثمار)، من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

1- مفهوم الاستثمار وأنواعه:

الاستثمار هو استخدام المؤسسة لرأس المال في تمويل نشاطات معينة قصد تحقيق أرباح مستقبلية، ولا يكون هذا الاستثمار مقبولا إلّا إذا كان مجموع الأرباح المنتظرة منه يغطي الأموال المستثمرة فيه.

1-1 مفهوم الاستثمار:

هو تخلي المستثمر عن أموال يمتلكها في الوقت الحاضر بهدف الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوّضه عن القيمة الحالية لهاته الأموال وعن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل التضخم، إضافة إلى حصوله على عائد مقابل تحمّله للمخاطر الناجمة عن تغير الظروف وعدم تحقيق هذه التدفقات. ويمكن تعريف الاستثمار بأنّه إنفاق الأموال لشراء سلع إنتاجية لغرض إنتاج السلع والخدمات والحصول على الإيرادات المستقبلية (آل شبيب، 2009، الصفحات 263-266). كما يعرف بأنّه الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو الإضافة إلى رأس المال. ويعد هذا المفهوم جامعا ومانعا خاصة عندما وظّف رأس المال في التعريف، حيث أنّ تحديد مفهوم رأس المال يعطي صورة واضحة للاستثمار وأبعاده (كداوي، 2015، صفحة 13).

تهدف الاستثمارات الرأسمالية إلى تحقيق الأرباح، كما أنّها تؤثر في قيمة المؤسسة فهي تحدد حجم المؤسسة واتجاهها وسرعة نموّها ودرجة المخاطر التي تتعرض لها، لذلك يجب على الإدارة

المالية اختيار الفرص الاستثمارية التي تحقّق أكبر عائد ممكن وبالتالي تعظّم قيمة المؤسسة. وهذا يتطلب تحديد النقطة التي يتساوى بها العائد الداخلي للاستثمار مع تكلفته الحدية (آل شبيب، 2009، الصفحات 263-266).

1- 2 أنواع الاستثمارات:

ترتبط عملية الاستثمار في المؤسسة بظاهرة النمو، فالاستثمار يعني توسيع قاعدة الموجودات داخل المؤسسة، وبالتالي زيادة الإنتاج والمبيعات والأرباح (الزبيدي، 2008، صفحة 400)، إذ تتحقق فرص النمو في المؤسسة من خلال الاستثمارات التالية:

1-2-1 الاستثمارات الابتكارية: هي الاستثمارات التي تهدف إلى إنتاج منتجات جديدة مبتكرة، أو استخدام طرق جديدة تؤدي إلى تحسين المنتجات القائمة وتضيف لها خصائص تختلف عن خصائصها القديمة بنسبة كبيرة، وهذه الاستثمارات تؤدي إلى زيادة مخاطر أعمال المؤسسة أو مواجهة المؤسسة لمخاطر جديدة بسبب دخولها إلى أسواق جديدة (اللحام، نور، كافي، و القضاه، 2016، صفحة 248).

1-2-2 الاستثمارات الإحلالية: يمكن التمييز بين نوعين منها، النوع الأول يهدف إلى استبدال أصول قديمة انتهى عمرها الإنتاجي بأصول جديدة، وهذا النوع لا يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة وإنما يحافظ على الطاقة القائمة. أما النوع الثاني فالهدف منه إحلال أصول جديدة مكان أصول قائمة صالحة للاستخدام لكنها تعتبر متقادمة فنيا، وهذا النوع هو الأكثر شيوعا حيث يهدف إلى تحسين الأداء ويسمى أيضا استثمارات بغرض التطوير (حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 266). تساعد هذه الاستثمارات في المحافظة على الأرباح المحققة وعلى شكل الخدمات المقدمة دون أن يكون لها تأثيرا في زيادة مخاطر الأعمال (الزبيدي، 2008، صفحة 401).

1-2-3 الاستثمارات التوسعية: تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، وذلك بزيادة الإنتاج القائم مع عدم تغيير تشكيلة المنتجات القائمة، أو بإضافة خطوط انتاج جديدة وتغيير تشكيلة المنتجات القائمة، والغرض منها تمكين المؤسسة من مواجهة ارتفاع الطلب في المستقبل (حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 266). هذا النوع يؤدي إلى زيادة الأرباح المتوقعة وزيادة الخدمات المقدمة، غير أنه يحافظ على درجة مخاطر الأعمال (الزبيدي، 2008، صفحة 401).

1-2-4 الاستثمارات الهادفة إلى التطوير أو الترشيد: تهدف إلى تخفيض التكاليف بتكثيف الآلية، أي بتطوير الجهاز الإنتاجي الحالي وتحديثه للتقليل من العمالة الإضافية، أو بتقليل العوادم أثناء التشغيل (اللحام، نور، كافي، و القضاه، 2016، صفحة 249).

2- ماهية القرار الاستثماري:

تتمثل قرارات الاستثمار في القرارات المتعلقة بالإنفاق الرأسمالي، أي القرارات التي تتعلق بإيجاد طاقة جديدة أو زيادة حجم الطاقة المتاحة فعلا، وهي تتعامل مع المستقبل وتعمل في ظروف يغلب عليها عدم التأكّد والمخاطرة (عبد الرحيم، 2008، صفحة 103).

2-1 مفهوم القرار الاستثماري:

القرار الاستثماري هو القرار الخاص بتوظيف واستثمار موارد المؤسسة في المشروع الذي يحقق أكبر عائد ممكن، مع الأخذ بالاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة (عبد الحميد، 2003، صفحة 37)، وقد تكون القرارات الاستثمارية عبارة عن إضافة أو تعديل أو تبديل للأصول الرأسمالية (الأصول غير الجارية) للمشاريع الحالية (آل شبيب، 2009، صفحة 264).

وبذلك فالقرارات الاستثمارية تمثل إطارا لتطور مستقبل المؤسسة، كما أنّها تمثل عنصرا أساسيا للحكم على كفاءتها وقدرتها التنافسية، ولهذه القرارات تأثيرا عميقا على نمو المؤسسة وعلى إيراداتها المستقبلية (سويلم، 1997، صفحة 338)، ممّا يجعلها تعد من أهم وأخطر وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة المالية للمؤسسة كونها تؤثر على بقائها ونموها واستمرارها (حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 261).

وتتضمن القرارات الاستثمارية عملية الاختيار والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية أو الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، ويتم اتخاذ هذه القرارات في ضوء عدد من العوامل منها حجم الاستثمار، البعد الزمني له، المخاطر المحيطة به، والتدفق النقدي الداخل والخارج. وتحدّد القرارات الاستثمارية مخاطر الأعمال التي قد تتعرض لها المؤسسة والتي يتوقف عليها العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا (حميد، 1995، صفحة 25).

2-2 خصائص القرار الاستثماري:

تتميز القرارات الاستثمارية بمجموعة من الخصائص أهمّها:

- القرار الاستثماري يمتد إلى أنشطة مستقبلية وبذلك فهو يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة؛
- تحيط بالقرار الاستثماري العديد من الظروف والمشكلات التي يجب التغلب عليها مثل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، تغير قيمة النقود، وظروف عدم التأكد، وكل هذه تحتاج إلى منهجية وأسس علمية للتعامل معها (عبد الحميد، 2003، صفحة 39)؛
- تكلفة الخطأ في القرارات الاستثمارية مرتفعة بسبب طبيعة الاستثمارات الرأسمالية، حيث لا يمكن تغييرها إلى استثمار آخر، كذلك ارتفاع تكاليفها، وصعوبة تغيير مخرجاتها إلى نحو منتجات أخرى؛
- صعوبة الرجوع عن تنفيذ القرار الاستثماري أو تغييره بعد البدء في إنجاز المشروع لارتفاع حجم الأموال المستثمرة في المشاريع الاستثمارية (آل شبيب، 2009، صفحة 275)؛
- ضخامة حجم الاستثمارات التي تقوم بها الدولة أو القطاع الخاص، سواء في قطاع الإنتاج أو الخدمات، وخاصة في ظل محدودية الموارد التي لا تتحمل الإسراف أو سوء الاستخدام (بوهالي و لعبني ، 2019، صفحة 28)؛
- ترتبط القرارات الاستثمارية بالاتجاهات الاستراتيجية للمؤسسة، لأن التوجه نحو إنتاج منتجات جديدة أو نحو أسواق جديدة يسبقه عمليات إنفاق رأسمالي في أصول لازمة لتحقيق هذه الأهداف (اندراوس، 2006، صفحة 255).

ونظرا لأن هذه القرارات تؤثر على مستقبل المؤسسة فإن التخطيط لتنفيذها يعتمد على التنبؤ طويل الأجل، مما يتطلب القيام بدراسات جدوى دقيقة، وأن تكون القرارات الاستثمارية مثالية أو أقرب إلى ذلك وإنّ أي خطأ في التقدير أو في التكاليف يمكن أن يؤدي إلى نتائج وخيمة على المؤسسة (آل شبيب، 2009، صفحة 264) نذكر منها (اندراوس، 2006، الصفحات 255-256):

أ. في حالة فرط الاستثمار في الأصول الرأسمالية (Overinvestment) تتحمل المؤسسة تكاليف مرتفعة ومصاريف غير ضرورية، بالإضافة إلى الخسائر التي تتحملها نتيجة لإهدارها موارد مالية كان من الممكن توجيهها نحو استخدامات أفضل.

ب. في حالة نقص الاستثمار في الأصول الرأسمالية (Underinvestment) تظهر مشكلتان:

- ❖ لا تستطيع المؤسسة الإنتاج بصورة تنافسية عندما تكون معداتها غير حديثة بشكل كافي؛

❖ لا تستطيع المؤسسة تلبية الطلب المتزايد على منتجاتها لعدم كفاية طاقتها الإنتاجية، ممّا يعرضها لفقدان حصتها السوقية لصالح المنافسين، ومحاولة استرجاعها مرة أخرى تتطلب تكاليف مرتفعة كان من الممكن تجنبها لو كانت الاستثمارات في الأصول الرأسمالية تتناسب مع الطلب على المنتجات منذ البداية.

3 – أنواع القرارات الاستثمارية:

توجد أنواع مختلفة من القرارات الاستثمارية نذكر منها:

3-1 قرارات تحديد أولويات الاستثمار:

هي القرارات المتعلقة باختيار البديل الأفضل من بين البدائل الاستثمارية المتاحة والتي تحقّق نفس الأهداف، وذلك بترتيب البدائل الاستثمارية حسب الأولويات (بورديمة، 2014، صفحة 75).

3-2 قرارات قبول أو رفض الاستثمار:

يكون أمام المستثمر بديل واحد فقط لاستثمار أمواله، وعلى المستثمر قبول هذا البديل الاستثماري أو رفضه (عبد الحميد، 2003، الصفحات 43-44).

3-3 قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:

يكون أمام المستثمر مجموعة من الفرص الاستثمارية، ولكن اختياره لإحدى الفرص في نشاط معين يمنعه من اختيار نشاط آخر.

3-4 قرارات الاستثمار في ظروف التأكد، وظروف المخاطرة وعدم التأكد:

هناك قرارات تتم في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة، وهذه القرارات قليلة الحدوث لأن القرارات الاستثمارية دائما تكون مصحوبة بدرجة معينة من المخاطرة. وقرارات تتّخذ في ظروف عدم التأكد أين تكون درجة المخاطرة مرتفعة جدا، حيث تتطلب هذه القرارات خبرة عالية لدراسة الجدوى (بلعجوز و صاطوري، 2013، صفحة 24).

4– مبادئ وأسس اتّخاذ القرار الاستثماري:

يقوم القرار الاستثماري الرشيد على مجموعة من الأسس والمبادئ يجب على متّخذ القرار مراعاتها قبل اتّخاذ قراره.

4-1 مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري:

تتمثّل المبادئ التي يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار الاستثماري فيما يلي:

4-1-1 مبدأ تعدّد الخيارات (الفرص الاستثمارية): يجب أن تكون هناك مجموعة من البدائل (الفرص الاستثمارية) المتاحة أمام المستثمر، حتى يكون في وضع قادر فيه على المفاضلة بين تلك البدائل واختيار البديل الأفضل الذي يتوافق مع أهدافه، فكلّما تعددت البدائل كان لدى متخذ القرار مرونة أكبر في اتخاذ القرار الصائب (كداوي، 2015، صفحة 19).

4-1-2 مبدأ الخبرة والتأهيل: يتطلب القرار الاستثماري الرشيد خبرة ودراية قد لا تتوفر لدى كل المستثمرين، إذ لا بد للمستثمر الذي لا يملك الخبرة الكافية من الاستعانة بمشورة الخبراء والمحللين المتخصصين (اللحام، نور، كافي، و القضاه، 2016، صفحة 252).

4-1-3 مبدأ الملاءمة: يعني اختيار المجال الاستثماري الملائم، والأداة الاستثمارية المناسبة لذلك المجال، بما ينسجم مع ظروف المستثمر سواء كان مؤسسة أو فردا (بورديمة، 2014، صفحة 78).

4-1-4 مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية: على المستثمر أن يعمل على تنويع محفظته الاستثمارية من أجل ضمان مستوى معين من الأمان والتخفيف من درجة المخاطر التي ترافق عملية الاستثمار (بلعجوز و صاطوري، 2013، صفحة 20).

4-2 أسس اتّخاذ القرار الاستثماري:

للوصول إلى القرار الصائب ينبغي على متخذ القرار الاستثماري الالتزام بمجموعة من الخطوات والأسس العلمية وهي (بوهالي و لعبني ، 2019، صفحة 29):

4-2-1 تحديد نوعية الاستثمار: يتم في هذه المرحلة تحديد نوع الاستثمار (جديد، توسعي، إحلالي).

4-2-2 تحديد البدائل الممكنة (الفرص الاستثمارية): يمكن أن تتعدد البدائل أو الفرص الاستثمارية المتاحة أمام متخذ القرار، كما أنّها قد تنحصر في بديل واحد فقط.

4-2-3 تحديد مزايا وعيوب كل بديل: يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية للمقارنة بين العائد والتكلفة لكل بديل والمرتبطة أساسا بعلاقة كل منها بتعظيم قيمة المؤسسة أو المشروع.

4-2-4 اتخاذ القرار الاستثماري: اختيار البديل المناسب (الفرصة الاستثمارية المناسبة) الذي يحقق أفضل النتائج، أمّا في حالة وجود بديل واحد فيكون القرار إيجابيا أو سلبيا حسب النتائج المستخلصة من تقييم البديل بالطرق المستخدمة.

5- طرق تقييم الفرص الاستثمارية:

تستخدم المؤسسة العديد من الطرق والمعايير لتقييم فرصها الاستثمارية، واتّخاذ القرار بشأن قبول أو رفض الفرصة الاستثمارية المقترحة. وتختلف هذه المعايير باختلاف ظروف البيئة الاستثمارية، حيث يتم التقييم في ظل ظروف التأكّد وظروف عدم التأكّد والمخاطرة.

ورغم تعدّد معايير تقييم الفرص الاستثمارية إلّا أنّه يفضّل دائما استخدام معيار صافي القيمة الحالية، لأنّ هذا المعيار يظهر أهمية الفرص الاستثمارية الجديدة في تعظيم ثروة الملّاك، وتعظيم قيمة المؤسسة، والتي تمثل الهدف الأساسي للإدارة المالية الذي تدور حوله جميع القرارات المالية (الزبيدي، 2008، صفحة 449). وسنتعرّض لهذا المعيار بقليل من الشرح والتفصيل نظرا للعلاقة التي تربطه بفرص النمو وبقيمة المؤسسة، والتي سنقوم بتوضيحها في الفصل الثاني من الدراسة.

5-1 طريقة صافي القيمة الحالية Net Present Value (NPV):

القيمة الحالية الصافية للاستثمار هي قيمة التدفقات النقدية (الموجبة أو السالبة) المرتبطة به، مخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل السوق مع الأخذ بالاعتبار مخاطر هذا الاستثمار (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, 2014, p. 652)، حيث يتم حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية عن طريق خصم هذه التدفقات بمعدل خصم يعادل تكلفة التمويل، ثم تطرح التكلفة المبدئية للاستثمار من مجموع هذه القيم للحصول على صافي القيمة الحالية، فإذا كانت هذه الأخيرة موجبة تقبل الفرصة الاستثمارية أمّا إذا كانت سالبة يتم رفضها، وإذا كان هناك فرصتان استثماريتان أو عدة فرص مانعة بالتبادل ولديها صافي قيمة حالية موجبة يتم اختيار الفرصة الاستثمارية التي تكون لديها أعلى صافي قيمة حالية (احمد، 2008، صفحة 59).

ويتم تقدير صافي القيمة الحالية للفرص الاستثمارية بالمعادلة التالية (بلعجوز و صاطوري، 2013، صفحة 89):

$$NPV= \sum^{i=n} NCF_i(1+K_0)^{-i} - I_0$$

حيث:

NPV: صافي القيمة الحالية؛

NCF_i: صافي التدفقات النقدية السنوية؛

K_0: تكلفة التمويل أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار؛

I_0: التكلفة المبدئية للاستثمار؛

n: العمر المتوقع للاستثمار.

2-5 طريقة القيمة الحالية المعدّلة Adjust Present Value (APV):

تركّز هذه الطريقة على نوعين رئيسيين من التدفقات النقدية، يتمثل النوع الأول في التدفقات النقدية الحقيقية المرتبطة بالأعمال التشغيلية، والنوع الثاني في التأثيرات الجانبية المرتبطة بقرار التمويل، حيث تتمثل الفكرة الأساسية لـ **APV** في إيجاد القيمة الحقيقية المضافة التي يساهم بها قرار التمويل (العامري، 2010، الصفحات 373-375). ويتم التعبير عنها بالعلاقة التالية (غنيم، 1999، صفحة 394):

$$APV = NPV + NPVF$$

أي أنّ قيمة الفرص الاستثمارية لمؤسسة مرفوعة (APV) يساوي قيمة الفرص الاستثمارية لمؤسسة غير مرفوعة (NPV) مضافا إليها القيمة الحالية للتأثيرات الجانبية للتمويل (NPVF)، والمتمثلة في الإعانات الضريبية للدين، تكاليف إصدار الأوراق المالية الجديدة، تكاليف العسر المالي، إعانات التمويل بالدين (العامري، 2013، صفحة 429).

المطلب الثالث: قرارات توزيع الأرباح

يحدّد قرارا التمويل والاستثمار معا التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها مقابل استثمارهم في أسهم المؤسسة، وتتمثل هذه التدفقات في صافي الربح الذي تحقّقه المؤسسة والذي يعود بأكمله للمساهمين، وهنا يظهر القرار المالي الثالث وهو قرار توزيع الأرباح.

1- ماهية قرارات توزيع الأرباح:

تتمثل قرارات توزيع الأرباح في اختيار سياسة معينة تتبعها المؤسسة للتصرف في الأرباح المحقّقة خلال الدورة المالية.

1- 1 مفهوم قرار توزيع الأرباح:

يتمثل في توزيع الأرباح المحقّقة أو جزء منها على المساهمين، ويعتبر أحد أهم القرارات المالية في المؤسسة نظرا لعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على السعر السوقي للسهم، وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة (العامري، 2013، صفحة 28).

ويتخذ هذا القرار أخذا بالاعتبار تفضيلات المستثمرين في الحصول على توزيعات الأرباح، أو في تحقيق مكاسب رأسمالية في ظل فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة، بالإضافة إلى الهيكل المالي المستهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه، والذي تعتبر تكلفة التمويل الخارجي أهم محدّداته، وهنا نجد أنّ قرار توزيع الأرباح يربط مجموعة من الأطراف هي المؤسسة، المساهمين، والسوق، نظرا لأهميته الكبيرة بالنسبة لهاته الأطراف (بوحدرة، 2012، صفحة 113).

2-1 مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنّها كيفية التصرف في الأرباح التي حقّقتها المؤسسة، وذلك إمّا باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين باتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (خيري، 2019، صفحة 137)، وهذا يعني أنّها تتمثل في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها. وعادة ما تشير هذه السياسة إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، والتي تتحدد على ضوئها النسبة التي يتم احتجازها (هندي، 2003، صفحة 699).

إنّ الأرباح الموزّعة Dividend تمثّل دخلا جاريا يتوقّعه الكثير من المساهمين، وفي المقابل فإنّ الأرباح المحتجزة Retained Earnings تعتبر من أههم مصادر التمويل وأقلّها تكلفة. والتمويل بالأرباح المحتجزة يعني أنّ المؤسسة تمتلك استثمارات رابحة، وأنّ لديها آفاقا وفرصا للنمو تقوم بتمويلها عن طريق احتجاز الأرباح (العامري، 2013، صفحة 29)، ممّا يؤدي إلى زيادة الأرباح والتوزيعات في المستقبل (حنفي ع.، 2003، صفحة 421). والسياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي السياسة التي ينتج عنها توازنا بين توزيعات الأرباح الحالية، النمو المستقبلي، وتعظيم قيمة المؤسسة (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 5).

2- أنواع سياسات توزيع الأرباح Dividend Policies:

سياسة توزيع الأرباح لأي مؤسسة يجب أن تصاغ استنادا لهدفين أساسيين هما توفير التمويل اللّازم وتعظيم ثروة المساهمين (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 483)، وتختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة إلى أخرى، حيث نجد أنّ معدل العائد المتوقع وفرص النمو المتاحة أمام المؤسسة لهما تأثير في كبير في رسمها (حنفي ع.، 2003، صفحة 421). وهناك نوعين من السياسات:

2-1 سياسة التوزيعات على أساس الأرباح المتبقية (سياسة توزيع الفائض) Residual Dividend Policy:

تعتمد المؤسسة في ظل هذه السياسة على التدفق النقدي المتولد داخليا في تمويل فرص النمو، وتوزيع ما تبقى والذي يسمى بـ الفائض، فإذا كان معدل العائد المتوقع من الفرص الاستثمارية أكبر من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين فإنهم سيفضلون احتجاز المؤسسة للأرباح، أما إذا كان أقل من معدل العائد المطلوب فإن المستثمرين سيفضلون توزيع الأرباح (العامري، 2010، صفحة 435)، فالقاعدة تقول: إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من معدل العائد المطلوب لا يجب حجز أي أموال (حنفي ع.، 2003، صفحة 429).

توزيع الأرباح لا يتم إلا بعد نفاذ فرص النمو، وهذه السياسة تؤدي إلى دفع توزيعات غير مستقرة فعندما تكون فرص النمو مرتفعة في فترة معينة تكون التوزيعات منخفضة أو معدومة، وإذا انخفضت فرص النمو في فترة لاحقة فستكون التوزيعات مرتفعة (العامري، 2013، صفحة 479).

2-2 سياسة توزيع الأرباح المستقرة Stability Dividend Policy:

رغم أن الإدارة المالية للمؤسسة تملك الحق في اختيار سياسة توزيع الأرباح المناسبة لخططها وعلاقتها بالمساهمين إلا أن أغلب المؤسسات تركن إلى اعتماد سياسة توزيع مستقرة (الزبيدي، 2008، الصفحات 612-613)، ولا تقتصر صفة الاستقرار على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة إلى أخرى فقط، حيث يقصد بالاستقرار هنا استقرار نمط تلك التوزيعات، فالتوزيعات التي تزداد أو تنخفض من سنة إلى أخرى بانتظام توصف بأنها مستقرة، ويفضل المستثمرون سياسة التوزيعات المستقرة لأنها تزيل عدم التأكد من الأذهان، كما يفضل أن يأخذ الاستقرار صورة النمو المنتظم، إذ يحتمل أن يترك هذا النمط أثرا إيجابيا على قدرة المؤسسة على جذب المزيد من المستثمرين (هندي، 1999، صفحة 715). وهناك ثلاث أنواع من السياسات شائعة الاستخدام:

2-2-1 سياسة توزيع أرباح بنسبة ثابتة Constant- Payout- Ratio Dividend Policy: تعتمد المؤسسة نسبة مئوية ثابتة من الأرباح المحققة، وتقوم بتوزيعها على المساهمين العاديين في شكل توزيعات نقدية في كل فترة من فترات التوزيع، ولكن هذه السياسة تعترضها مشكلة، وهي أنه في حالة انخفاض الأرباح أو تكبد المؤسسة لخسائر فإن التوزيعات ستكون قليلة أو معدومة. وكون التوزيعات تعد مؤشرا على ظروف المؤسسة في المستقبل، فإن أسعار الأسهم في السوق ستتأثر بشكل سلبي، وبالتالي ستنخفض قيمة المؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 483-484).

2-2-2 سياسة توزيعات منتظمة للسهم الواحد Regular Dividend Per Share Policy: تكون التوزيعات بمقدار ثابت لكل سهم عادي، وبذلك فإن أي تغيير سواء بالارتفاع أو الانخفاض في مقدار الأرباح لن يؤثر على الربح الموزع لكل سهم، ووفق هذا الإجراء فإن المؤسسة لن ترغب في زيادة مقدار التوزيعات إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة سوف تزداد بما يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وتطبيق هذه السياسة يضمن توزيع أرباح بنمط مستقر ومنتظم (الزبيدي، 2008، صفحة 612).

3-2-2 سياسة توزيعات منتظمة مع دفعات مميزة (علاوة إضافية) Regular-and-Extra Dividend Policy: تقوم المؤسسة بدفع توزيعات أرباح اعتيادية منخفضة، وتتبعها بتوزيعات إضافية غير اعتيادية في حال تحقيقها لأرباح كبيرة، وبموجب هذه السياسة فإنّ المؤسسة تتجنب إعطاء آمال غير صحيحة للمساهمين. تعتمد هذه السياسة المؤسسات التي تواجه تقلبات دورية في أرباحها، فبدفعها لتوزيعات نقدية اعتيادية قليلة ومستمرة فإنّها تعطي المساهمين الدخل الضروري والمستقر، وبذلك تبني الثقة بمستقبلها، أمّا التوزيعات الإضافية فإنها تجعل المساهمين يشاركونها أرباحها في الفترات الجيدة، غير أنّ التوزيعات الإضافية يجب ألاّ تكون حدثا اعتياديا، وإلّا فستفقد معناها. وتنصح الدراسات باعتماد هذه السياسة (النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 486-487).

يتفق معظم المدراء الماليين بأن سياسة التوزيع المستقرة تكون في مصلحة المؤسسة والمساهمين، وأن عدم توزيع الأرباح يعد إجراء غير مرغوب فيه، ويفسر بأنه علامة من علامات العسر المالي (العامري، 2010، صفحة 436)، كما أن التقلبات المستمرة في التوزيعات تؤدي إلى زيادة المخاطرة وبذلك ترتفع تكلفة التمويل وتنخفض أسعار الأسهم في السوق مقارنة بالنمط المستقر، وبتطبيق قاعدة الاستقرار فإن تكلفة التمويل سوف تنخفض وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة (الزبيدي، 2008، صفحة 613). بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح يجب أن تكون ذات مصداقية، أي متوافقة مع الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، وأي نمط بغض النظر عن مدى انتظامه لا يمكن أن يكون له تأثيرا إيجابيا طويل الأجل إذا لم يكن من الممكن الحفاظ عليه (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 568).

3- المحددات الأساسية لتوزيع الأرباح:

حين يقدم المستثمر على اقتناء السهم العادي فإنه يتوقع نوعين من العائد، يتمثل الأول في الربح الموزع نقدا في نهاية السنة المالية، والثاني في الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة في سعر السهم (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 463)، والذي ينجم عن احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها. ويتوقف قرار المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها على مجموعة من العوامل هي:

3-1 المحددات القانونية Legal Constraints:

هي مجموعة من القيود يحددها قانون الشركات في البلد وهي تختلف من بلد لآخر، تفضي إلى احتجاز نسبة معينة من الأرباح المحققة بغرض حماية رأس المال من التآكل وتعزيز حقوق الملكية كمصدر للتمويل (العامري، 2010، صفحة 727)، ولضمان التزامات المؤسسة تجاه الدائنين، كما أنّ بعض الدول تمنع تراكم الأرباح المحتجزة بهدف تهرب المساهمين من دفع الضريبة، فقد تفرض ضرائب على الأرباح المحتجزة التي تزيد عن حد معين (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 479).

3-2 المحدّدات التعاقدية:

تتمثل في الشروط التي تضعها المؤسسات المالية عند منحها قروض للمؤسسة، والتي تمثل قيودا تحد من قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح، فقد تنص اتفاقية منح القرض على تحقيق المؤسسة لمستوى معين من الأرباح حتى تتمكن من توزيع الأرباح على المساهمين، أو على عدم السماح للمؤسسة بتوزيع الأرباح بعد الحصول على القرض، وهذا لحماية الدائنين، وفي حالة إخلال المؤسسة ببنود الاتفاقية قد يطلب منها تسديد القرض فورا ممّا يضعها في متاعب كثيرة (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 464).

3-3 المحدّدات أو الاعتبارات المتعلقة بالمؤسسة: تتمثل فيما يلي:

3-3-1 استقرار الأرباح: عندما تكون الأرباح مستقرة نسبيا تكون المؤسسة في وضع جيد يسمح لها بالتنبؤ بأرباحها المستقبلية، وبتوزيع نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بمؤسسة أخرى تتميز أرباحها بالتذبذب وعدم الاستقرار، حيث نجد هذه الأخيرة تحتفظ بنسبة كبيرة من الأرباح من أجل الاستمرار في التوزيع في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح بشكل كبير (رزقي، 2008، صفحة 81).

3-3-2 السيولة: تعتبر السيولة عنصرا مهما في قرار توزيع الأرباح بصفتها تدفقا خارجا، إذ أنّ ارتفاع المركز النقدي للمؤسسة وسيولة موجوداتها يزيد من قدرتها على توزيع الأرباح، فقد تكون

المؤسسة مربحة ولكنها غير سائلة بسبب استثماراتها الكبيرة في الأصول الرأسمالية (الزبيدي، 2008، صفحة 623).

3-3-3 عمر المؤسسة: تقوم المؤسسات حديثة النشأة باحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح لإعادة استثمارها من أجل التوسع والنمو (يوسف، 2012، صفحة 229).

3-3-4 فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة: عندما تتوافر أمام المؤسسة فرص استثمارية مربحة فإنها لا تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، فعادة ما تفضل المؤسسات تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) بدلا من توزيع جزء كبير منها واللجوء إلى التمويل الخارجي (إصدار أسهم جديدة أو سندات)، وهذا يرجع لتفضيل المساهمين للمكاسب الرأسمالية بدلا من توزيع الأرباح في الوقت الحاضر. أما إذا كانت الاستثمارات الحالية غير مربحة أو كان عائدها منخفضا فإنه ينصح باستثمار الأرباح الحالية في أصول أكثر سيولة (أوراق مالية متداولة في البورصة) إلى أن تظهر استثمارات مستقبلية أفضل، وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال في الوقت المناسب أي عند ارتفاع فرص النمو (حنفي و قرياقص، 2000، الصفحات 212-213).

3-4 الاعتبارات المتعلقة بالمساهمين:

تتمثل في انعكاس تفضيلات المستثمرين والمساهمين الحاليين والمرتقبين تجاه التوزيعات الحالية أو الأرباح الرأسمالية المتوقعة في المستقبل (الزبيدي، 2008، الصفحات 620-621). فكل سياسة توزيع لها فريق من المستثمرين يفضلها عن السياسات الأخرى، ويترجم هؤلاء المستثمرين تفضيلهم بشراء أسهم المؤسسة التي تتبع تلك السياسة، وهذا ما يسمى بنظرية العميل Clientel Theory، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون السياسة المتبعة من طرف المؤسسة ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأخيرة (هندي، 2003، صفحة 717). ويرجع هذا التفضيل للاعتبارات التالية:

3-4-1 السيطرة على المؤسسة: عند قيام المؤسسة بتوزيع نسبة مرتفعة من الأرباح فإنها قد تضطر إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية (إصدار أسهم عادية جديدة) عند حاجتها إلى تمويل إضافي، وهذا من شأنه أن يفقد المساهمين الحاليين جزءا من سيطرتهم على المؤسسة، مع انخفاض أرباحهم المستقبلية، وحرصا منهم على بقاء سيطرتهم الحالية فإنهم يفضلون القبول بنسبة منخفضة من الأرباح الموزعة (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 465).

3-4-2 الضريبة (Tax): تخضع الأرباح الموزعة لمعدل ضريبة أعلى من المعدل الذي تخضع له الأرباح الرأسمالية، وبذلك يفضل المستثمر الذي يقع دخله ضمن شريحة ضريبية عالية احتجاز

الأرباح بدلا من توزيعها، ويترتب على هذا الاحتجاز ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية وتحقيق أرباح رأسمالية، وهذه الأرباح لا يتم دفع الضريبة عليها إلا إذا قرر المستثمر بيع السهم، وبما أن الضريبة على الأرباح الموزعة تدفع فورا فسيكون هناك تأثير القيمة الزمنية للنقود (هندي، 2003، صفحة 717)، أما المستثمرين الذين تمثل التوزيعات دخلهم الأساسي فإنهم يفضلون المؤسسات التي تدفع نسب عالية من التوزيعات.

3-4-3 الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المساهمين: على المؤسسة توزيع نسب مرتفعة من الأرباح إذا كانت هناك فرص استثمارية متاحة أمام المستثمرين تحقق عوائد أكبر من العوائد التي تحققها المؤسسة لو قامت باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 481).

وقد أشارت الدراسات الحديثة إلى أنّ هناك تأثير قوي للعامل النفسي والسلوكي في قضية توزيعات الأرباح، وإنّ أحدث بحث حول هذه المسألة يعطي مكانة مهمة لهذا العامل، وقد أبرزت جائزة نوبل (2017) Richard Thaler اللّاعقلانية في سلوك المستثمرين. وهذا العامل بروتيني يتم تقديره بواسطة عناصر مختلفة كالمشاعر، الثقة المفرطة، التفاؤل، التشاؤم، التقليد. وهو يختلف من شخص لآخر، وللتقليل من عدم التجانس ركزت الدراسات على التنميط وفقا لسيكولوجية المديرين التنفيذيين والمستثمرين (Charbti, 2020, pp. 1-2).

4- نظريات توزيع الأرباح:

ما بين توزيع الأرباح واحتجازها توجد العديد من التيارات التي تنظمها مجموعة من النظريات، يعتقد بعضها بأنّ عملية توزيع الأرباح تؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للمؤسسة، فكلّما زادت التوزيعات ارتفعت القيمة السوقية، في حين يرى البعض الآخر أنّ توزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة (الزبيدي، 2008، صفحة 611).

وفيما يلي عرض لأهم تلك النظريات:

4-1 نظرية الفائض Residual Theory of Dividend:

تم تطوير هذه النظرية من قبل Walter سنة 1956، والذي يعتبر سياسة توزيع الأرباح بمثابة تعريف لمعدل الاحتفاظ بالأرباح، حيث تحدد الأرباح المحتجزة إلى حد كبير مستوى التمويل الداخلي

للمؤسسة، وأن توزيعات الأرباح بمثابة دفع للرصيد المتبقي والذي يتحدد فقط من خلال الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة (Charbti, 2020, pp. 12-13).

تسمى أيضا بنظرية الفضلة أو المتبقي، وتنص على أنّه إذا كان أمام المؤسسة فرص استثمارية معدل العائد منها يفوق المعدل المطلوب من قبل المستثمرين، فإنّ المؤسسة يمكنها احتجاز ما تحتاجه من أرباح لتمويل استثماراتها، وتوزيع ما تبقى من الأرباح (الفائض)، أمّا إذا لم يتبق شيء فإنها لا تقوم بأي توزيع. وهذا لأنّ المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد المتوقع من إعادة استثمارها من طرف المؤسسة أكبر من معدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه لو تحصل على نصيبه من الأرباح وقام باستثمارها بنفسه (هندي، 2003، صفحة 699). وعادة ما تدفع المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة (فرص استثمارية موجبة) نسبة صغيرة من أرباحها كتوزيعات، أما المؤسسات التي تكون لديها فرص نمو منخفضة فتدفع نسبة كبيرة (العامري، 2013، صفحة 479).

وفق هذا المفهوم فإنّ توزيعات الأرباح لا تتعدى كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، وأنّ حجمها يتوقف في الدرجة الأولى على قرارات الاستثمار، يعني إذا كان لقيمة المؤسسة أن ترتفع فإنّ هذا يعود في الأساس إلى وجود فرص استثمارية يتولّد عنها عائد يفوق العائد المطلوب، وتوزيع الأرباح أو عدم توزيعها لا يؤثر في قيمة المؤسسة، فقرار التوزيع قرار تابع يتوقف على مدى وجود فرص النمو (الزبيدي، 2008، صفحة 626).

2-4 نظرية عدم ملاءمة التوزيعات Dividend Irrelevance Theory:

قام بصياغة هذه النظرية كل من Modigliani & Miller (M&M) سنة 1961، واللذان يعتقدان بأنّ توزيع الأرباح أو احتجازها ليس له أي أثر في تحيد قيمة المؤسسة، وأنّ قيمتها تتحدّد استنادا إلى قدرتها الإيرادية وعلى وفق المخاطر الناجمة عن استثماراتها (أصولها) فقط، وبالتالي فإنّ قيمة المؤسسة هي محصلة للأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة وليس لطريقة توزيع تلك الأرباح (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 462)، فكلّما زادت فعالية قرارات الاستثمار كلّما انعكست إيجابيا على قيمة المؤسسة (الزبيدي، 2008، صفحة 643).

قامت هذه النظرية على مجموعة من الفروض أهمّها أنّ المؤسسة تعمل في ظل فروض السوق الكامل حيث لا توجد تكاليف معاملات، ولا ضرائب، وأنّ الاستثمارات خالية من المخاطر والمعلومات متاحة لجميع المستثمرين وبالمجان، حيث يمكنهم التنبؤ بالأسعار والتوزيعات المستقبلية، بالإضافة إلى

أنّ المستثمر عقلاني تماما يسعى إلى تعظيم ثروته بغض النظر عن شكلها (توزيعات الأرباح أو مكاسب رأسمالية) (Charbti, 2020, p. 12).

وبقي(M&M) مُصِرَّيْن على وجهة نظرهما حتى في ظل عدم التأكد، وقد ردّا على نتائج الدراسات التي توصّلت إلى أنّ زيادة التوزيعات تؤثر إيجابيا في قيمة المؤسسة والعكس صحيح، بأنّ ذلك التأثير لم يكن بسبب التوزيعات ذاتها وإنّما يرجع إلى المحتوى المعلوماتي الكامن في التوزيعات وعلاقتها مع الأرباح المستقبلية، فالمستثمرون ينظرون إلى التغيّرات التي تحصل في التوزيعات (الارتفاع أو الانخفاض) على أنّها إشارات عن توقّعات إدارة المؤسسة بخصوص الأرباح المستقبلية للتّغير بنفس الاتّجاه (النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 474-475)، وبذلك فهي تؤثر على توقعات المستثمر بشأن مستقبل المؤسسة، وبالتالي تؤثر على السعر الحالي لأسهمها وعلى قيمتها السوقية (Levy & Sarnat, 1986, p. 567)، كما أنّ توزيعات الأرباح يمكن أن تقلّل من عدم اليقين والصراع بين المديرين والمساهمين (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 5).

ومن المحتمل أن يكون لانخفاض التوزيعات تأثيرا سلبيا أكبر على أسعار الأسهم من الزيادة المقابلة في التوزيعات، ممّا يعكس حقيقة أنّ السعر الحالي لمعظم الأسهم يتضمن بالفعل علاوة كبيرة لبعض النمو المستقبلي (Levy & Sarnat, 1986, p. 567).

كما يوجد سبب آخر وهو الأثر الزبائني (Clientele Effect) الذي يدفع المؤسسة لجذب المستثمرين، فالمستثمرون الذين يفضلون توزيعات مستقرة كمصدر للدخل سيشترون أسهم المؤسسات التي تكون توزيعاتها مستقرة، أمّا الذين يفضلون تحقيق مكاسب رأسمالية فسيميلون نحو أسهم المؤسسات التي تسعى إلى النمو عن طريق احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

ويمكن القول بأنّ الطروحات التي خرج بها كل من (M&M) تنسجم مع طروحات نظرية الفائض والتي ركزت على البحث عن أفضل الأساليب لاتخاذ القرارات الاستثمارية التي تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فإنّ المؤسسة ليست بحاجة إلى صياغة سياسة توزيع الأرباح (النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 475-476).

3-4 نظرية عصفور في اليد Bird in the hand Theory:

أكّد Gordon من خلال نظريته عصفور باليد أن توزيع الأرباح له أثر مباشر في قيمة المؤسسة، فكلما زادت التوزيعات انعكس ذلك إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة، لأن المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدل الحصول عليها مستقبلا في شكل أرباح رأسمالية

(فعصفور في اليد أفضل من أي عدد فوق الشجرة) (الزبيدي، 2008، الصفحات 639-643)، بمعنى أن المستثمرين ينظرون إلى التوزيعات الحالية على أنها أقل خطورة من التوزيعات أو المكاسب الرأسمالية المستقبلية، فالتوزيعات الحالية تقلل من عدم التأكد لدى المستثمر (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 476)، فإذا كانت قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة مخصومة بمعدل خصم مناسب (الزبيدي، 2008، صفحة 639)، فإن المستثمر يكون مستعدا لطلب معدل عائد منخفض نسبيا مما يؤدي إلى انخفاض معدل الخصم (تكلفة التمويل)، وبذلك ترتفع قيمة المؤسسة، أما انخفاض التوزيعات أو عدم توزيع الأرباح فإنه سيزيد من عدم التأكد لدى المستثمر مما يدفعه إلى طلب معدل عائد مرتفع، وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل وتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 477).

4-4 نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory:

حسب هذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون توزيعات الأرباح القليلة على التوزيعات الكبيرة وذلك لأسباب تتعلق بالضريبة، فعادة ما تكون الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على الأرباح الموزعة، لذلك ينجذب المستثمرون الذين ستكون لديهم ضرائب مرتفعة نحو المؤسسات التي تدفع أرباحا قليلة أو لا تدفع إطلاقا (Fabozzi & Drake, 2009, p. 309).

احتجاز الأرباح يتولد عنه زيادة قيمة السهم في السوق، وإذا لم يتم بيع السهم فإنه لا يتم دفع الضريبة على تلك الزيادة طالما لم تتحول إلى أرباح رأسمالية (هندي، 1999، صفحة 713)، كما أن القيمة الزمنية للنقود تجعل من تكلفة الدينار المدفوع مستقبلا كضريبة أقل من تكلفة الدينار المدفوع في الوقت الحاضر، بالإضافة إلى أنه إذا احتفظ المستثمر بسهم معين حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وذلك لأن قيمة السهم بالنسبة لهم في تاريخ الوفاة هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

ولهذه الأسباب يكون المستثمرون على استعداد لدفع سعر أعلى لأسهم المؤسسة التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بنسب مرتفعة، وتقوم باحتجاز معظم الأرباح لإعادة استثمارها (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 465).

5- أشكال التوزيعات:

هناك عدة أشكال للتوزيعات فقد تكون أموال نقدية، أو أسهم، أو أي نوع آخر من الممتلكات التي يمكن أن توزعها المؤسسة على مساهميها، يمكن لمجلس الإدارة إعلان توزيع الأرباح في أي وقت، وغالبا ما ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها أخبار إيجابية، أي أنها إشارة إلى ازدهار المؤسسة في المستقبل (Fabozzi & Drake, 2009, pp. 302-303).

5-1 توزيعات الأرباح النقدية Cash Dividend:

تكون معظم التوزيعات في شكل نقدي، وتوزيعات الأرباح النقدية هي مدفوعات مباشرة للمساهمين بما يتناسب مع الأسهم التي يمتلكونها، حيث يتم دفع التوزيعات على جميع الأسهم القائمة. وهناك بعض المؤسسات التي تقوم بدفع أرباح إضافية من حين لآخر، تحدّد هذه الأرباح بشكل منفصل عن أرباحها العادية.

ويتم حساب توزيعات الأرباح على السهم العادي كما يلي (Fabozzi & Drake, 2009, p. 303):

$$\textbf{Dividends per share (DPS)} = \frac{\textit{Common stock dividends}}{\textit{Number of common shares outstanding}}$$

وعادة ما يفضل المستثمرون التوزيعات النقدية لعدة اعتبارات، فبعض المستثمرين يعتمدون على الأرباح الموزعة كمصدر أساسي للدخل، كما أن التوزيعات النقدية تكون مؤشرا على قدرة المؤسسة من حيث السيولة والربحية الحالية والمستقبلية (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 463).

5-2 التوزيعات في شكل أسهم Stock Dividend:

يمكن للمؤسسة أن تعرض على مساهميها الاختيار بين استلام التوزيعات نقدا أو في شكل أسهم المؤسسة، ويتم اتخاذ هذا القرار من طرف الجمعية العامة العادية، وهذا المبدأ يجب أن ينص عليه في قوانين المؤسسة. ولهذا الشكل من التوزيعات مجموعة من الخصائص أهمها:

- يسمح للمؤسسة بإجراء التوزيع مع الاحتفاظ بالأموال المقابلة؛
- لا يتم منح أي ميزة ضريبية للأسهم الصادرة في شكل توزيعات، كما يتم فرض ضريبة على قيمة الأسهم المستلمة كما لو كانت أرباحا تقليدية؛

– المساهم الذي يوافق على استلام التوزيعات في شكل أسهم يجب أن يدفع ضريبة بالرغم من أنه لم يحصل على أي مبلغ نقدي، وبذلك فإنه سيواجه مشكلة في التدفق النقدي (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 569).

هناك سببان لدفع التوزيعات في شكل أسهم: الأول هو توفير المعلومات للسوق، وذلك عندما تريد المؤسسة إيصال خبر سار (إشارة إيجابية) للمساهمين دون أي دفع نقدي، فعندما تكون لدى المؤسسة فرص نمو مرتفعة وتكون بحاجة إلى تمويلها فإنها لا تستطيع دفع توزيعات أرباح نقدية، لذلك فإنها تدفع التوزيعات في شكل أسهم بدلا من ذلك. والسبب الثاني هو تخفيض سعر السهم إذا كان سعره مرتفعا مقارنة بمعظم الأسهم الأخرى (Fabozzi & Drake, 2009, p. 305).

5-3 تجزئة الأسهم Stock Split:

قد يصل سعر سهم المؤسسة في السوق في بعض الأحيان إلى مستويات مرتفعة مما يجعل من الصعب على الكثير من المستثمرين اقتناؤه، وبالتالي يصبح تداوله غير نشط. وترى المؤسسات أن سعر السهم سينخفض من خلال تجزئته وسيصبح تداوله أسهل بين المستثمرين، وتنطوي عملية تجزئة السهم على إصدار أسهم جديدة بنسبة معينة وتخفيض القيمة الإسمية للسهم بنفس النسبة (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 474). وبهذا يحصل المساهم على عدد من الأسهم بالإضافة إلى الأسهم التي كانت بحوزته بحيث يبقى كل مساهم محتفظا بنفس النسبة من أسهم المؤسسة قبل وبعد إجراء عملية التوزيع (حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 236).

5-4 إعادة شراء الأسهم:

تقوم المؤسسة باستخدام السيولة الفائضة في إعادة شراء أسهمها القائمة بدلا من توزيع الأرباح نقدا على المساهمين. وتشير العديد من الدراسات الحديثة إلى أنه على مدار العشرين عاما الماضية أصبحت برامج إعادة شراء الأسهم أكثر شيوعا في جميع أنحاء العالم، حيث تزايدت شعبية هذه البرامج على حساب سياسة التوزيعات التقليدية لما لها من مزايا نذكر منها:

– تقلل من التدفقات النقدية المتاحة للمديرين وبذلك تخفض من مشاكل الوكالة بين المساهمين والمسيرين؛

– تسمح بتركيز أكبر لهيكل الملكية مما يزيد من تحفيز المساهمين لممارسة رقابة أكثر صرامة على تصرفات المديرين؛

– تعمل كآلية دفاع ضد عمليات الاستحواذ المعادية، حيث يصبح من الصعب على المستحوذ المحتمل السيطرة على المؤسسة إذا كان هيكل ملكيتها (حقوق التصويت) أكثر تركيزا وإذا لم يكن هناك المزيد من الأسهم القائمة التي يمكنه الاستحواذ عليها (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 187)؛

– تعد بمثابة إشارة للمستثمرين في السوق المالي بأن سهم المؤسسة مقيم بأقل من قيمته الحقيقية؛

– تقلص من عدد الأسهم القائمة مما يؤدي إلى زيادة حصة السهم من الأرباح المحققة، وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، وبهذه الطريقة فإن المكاسب الرأسمالية التي يجنيها المساهم لاحقا تعوضه عن الأرباح النقدية التي تم تخليه عنها حاليا، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين (السهلاوي و عبد الله، 2017).

للقرارات المالية أهمية استراتيجية كبرى لأنّها تؤثر على استمرارية المؤسسة ونموّها وتطوّرها، وعلى قيمتها التي تعتبر الهدف الأساسي التي تنصبّ حوله هذه القرارات، حيث تهتم قرارات التمويل باختيار المزيج التمويلي المناسب لتلبية احتياجات المؤسسة بأقل تكلفة، في حين تهتم قرارات الاستثمار باختيار الفرص الاستثمارية التي تحقّق أعلى عائد للمؤسسة وبأقل تكلفة ممكنة، أمّا قرارات توزيع الأرباح فتهتم بكيفية التصرّف في العوائد المحقّقة، إمّا بتوزيعها على المساهمين من أجل زيادة القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، أو باحتجازها لتمويل فرص النمو المتاحة، وتحقيق مكاسب رأسمالية.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة

يتمثل الهيكل المالي في تشكيلة المصادر التي تتحصل منها المؤسسة على الأموال لتغطية احتياجاتها المالية. ويمكن التمييز بين العديد من مصادر التمويل، والتي تم تصنيفها بطرق مختلفة حسب المفهوم المستعمل في ذلك. فهناك تصنيف على أساس الأجل، حيث صنّفت إلى مصادر تمويل طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل. وتصنيف على أساس الملكية صنفت من خلاله إلى مصادر تمويل بالدين ومصادر تمويل بحقوق الملكية (أموال خاصة)، وتصنيف على أساس علاقتها بالمؤسسة إذ صنفت إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية.

واختيار الهيكل المالي المناسب يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي توجد فيها المؤسسة، وتكلفة كل مصدر مقارنة بمصادر التمويل البديلة، وأيضا مع العائد المتوقع على الاستثمار ومدى ملاءمة هذه المصادر للفرص الاستثمارية المتاحة (آل شبيب، 2006، صفحة 99).

المطلب الأول: أساسيات حول الهيكل المالي

تختار المؤسسة الهيكل المالي لها في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغير هذه الأخيرة يتغير الهيكل المالي للمؤسسة، ممّا يستوجب أن يكون للإدارة المالية دائما تصورا محددا للهيكل المالي في ظل هذه التغيرات (اندراوس، 2006، صفحة 401).

1- مفهوم الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي Financial Structure بأنه التركيبة التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل وتغذية كافة أصولها، ويشمل التمويل الذاتي بكل مفرداته والديون بمختلف أشكالها، ويطلق عليه محاسبيا الخصوم (الآغا، 2005، صفحة 76). كما يعرف بأنّه الطريقة التي تموّل بها المؤسسة أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والديون (Kasenda, 2020, p. 2335).

ويختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال في أنّ الهيكل الماليFinancial Structure يمثّل إجمالي الخصوم، فهو يشمل كل مصادر التمويل من ديون وحقوق ملكية، ومن المصادر طويلة الأجل والمصادر قصيرة الأجل، أمّا هيكل رأس المال Capital Structure فيمثل التمويل الدائم للمؤسسة، حيث يتكون من حقوق الملكية والديون طويلة الأجل. وهذا يعني أنّ هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد الالتزامات قصيرة الأجل (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 229).

يصف الهيكل المالي السلوك التمويلي للمؤسسة فيما يتعلق بكيفية تمويل استثماراتها بعقلانية، لتخفيض تكلفة التمويل وذلك بهدف تقليل مخاطر المساهمين وتعظيم ثروتهم (Tajudeen, Obafemi, & Oluseye, 2021, p. 655). وعادة ما يستخدم الهيكل المالي لتمويل النمو في مؤسسات الأعمال، ويعتبر استخدامه قرارا حاسما يجب اتخاذه بسبب تأثيره المباشر على العائد والمخاطر في المؤسسة (Apriatni & Youlianto, 2021, p. 3).

2- الهيكل المالي المثالي والهيكل المالي المستهدف:

اختلفت الآراء حول وجود هيكل مالي مثالي يخفّض من تكلفة التمويل ويعظّم من قيمة المؤسسة، ممّا أدّى إلى ظهور ما يعرف بالهيكل المالي المستهدف.

2-1 الهيكل المالي المثالي:

يعرف الهيكل المالي المثالي بأنّه تشكيلة الأموال التي تترتب عليها أدنى تكلفة ممكنة وتعظّم عندها قيمة المؤسسة، كما يعرف بأنّه المزيج من الديون وحقوق الملكية الذي يعظِّم ثروة الملاك ويخفِّض تكلفة التمويل المرجحة بالأوزان إلى أدنى حد ممكن، ويحقِّق التوازن بين العائد والمخاطرة (عبد الله، 2015، صفحة 35).

إنّ تزايد الاعتماد على الديون في التمويل يرفع من مستوى المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة ومن ثم المساهمين، ومن جهة أخرى يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المتوقع (بسبب ما يعرف بالرفع المالي)، وتؤدي مستويات الخطر العالية إلى انخفاض السعر السوقي لأسهم المؤسسة وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، إلاّ أن معدل العائد المتوقع العالي قد يرفع من هذا السعر، وبناء على ذلك فإن الهيكل المالي المثالي يجب أن يوازن بين العائد والمخاطرة بالشكل الذي يعظّم من سعر أسهم المؤسسة، وبالتالي من قيمتها (اندراوس، 2006، صفحة 402).

ويترتب على تحديد المؤسسة للهيكل المالي المثالي ما يلي:

- تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف؛
- تخفيض المخاطر المالية (زغيب و بوجعادة، صفحة 3)؛
- تدنية المعدل الموزون لتكلفة التمويل (التكلفة الوسطية المرجحة)، وتعظيم معدل العائد على حقوق الملكية؛
- تعظيم ثروة الملاك من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة؛

– تحقيق منافع اجتماعية وزيادة ثروة المجتمع ككل من خلال الاستخدام الرشيد للموارد واستغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات، وبالتالي زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي (العامري، 2013، الصفحات 310-311).

2-2 الهيكل المالي المستهدف:

يرتكز الهيكل المالي المثالي على مجموعة من الافتراضات النظرية أكثر منها عملية والمتمثلة فيما يلي (حميد، 1995، صفحة 279):

– ثبات السياسة الاستثمارية للمؤسسة بالنسبة للأصول عند دراسة العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي المثالي؛

– عدم تغير مستوى حجم الأعمال أو معدل النمو في المبيعات مع تغير درجة التوازن بين عناصر الهيكل المالي حتى تتمكن المؤسسة من تحقيق ربح صافي يفي بحقوق الدائنين وأهداف المساهمين؛

– عدم تأثير الخطة الاستثمارية الرأسمالية للمؤسسة على قدرة المؤسسة على الاقتراض، حتى تستطيع حصر العوامل المؤثرة في درجة التوازن بين عناصر الهيكل المالي.

إنّ الهيكل المالي المثالي لا يوجد إلاّ نظريا، أمّا عمليا فيوجد ما يسمى بالهيكل المالي المستهدف، حيث يفترض عدم وجود مستوى مديونية مثلى منفرد، ويركّز بدلا من ذلك على وجود مدى مستهدف من الهيكل المالي، يتم ضمنه تعظيم قيمة المؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل، والمؤسسة التي تستطيع المحافظة على البقاء ضمن هذا المدى المستهدف ستكون قراراتها المالية منسجمة مع غاية تعظيم قيمة المؤسسة (العامري، 2010، صفحة 254). لأنّ الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضّح الرؤية أمام متّخذ قرار التمويل، فمثلا إذا كانت نسبة الديون الفعلية أقل من المستوى المستهدف فإنّه يكون من السّهل التوسع في الاقتراض، أمّا إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المطلوبة فإنه يتم اللّجوء إلى إصدار الأسهم (الآغا، 2005، صفحة 76). وهذا الهيكل يختلف باختلاف الزمن ويتغير بتغير الظروف (النعيمي، الساقي، سلام، و موسى، 2011، صفحة 437).

3-مبادئ الهيكل المالي:

إنّ عملية الوصول إلى الهيكل المالي المستهدف عملية متشابكة لا يمكن حل ألغازها إلّا عن طريق الأخذ بمجموعة من المبادئ وإعطاء وزنا لكل منها على ضوء العوامل المحددة للهيكل المالي (ابو صبحا، 2009، صفحة 375). وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي:

3-1 مبدأ التكلفة Cost Principle:

إنّ أفضل هيكل مالي للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يخفض من تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى ويعظم من قيمة المؤسسة. وتختلف تكلفة التمويل باختلاف المصادر المستخدمة في التمويل، حيث تتلاءم مع مدة استخدامها ومع درجة المخاطرة التي تتعرض لها (ابو صبحا، 2009، الصفحات 375-376).

3-2 مبدا المخاطرة Risk Principle:

يجب ألاّ يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات المترتبة على هذا الاقتراض. وفي نفس الوقت يجنب المساهمين أي مخاطر مالية إضافية (عبد العزيز، 1997، صفحة 249).

3-3 مبدأ الإدارة والسيطرة Control Principle:

من العوامل التي تلعب دورا هاما وبارزا في تخطيط مصادر التمويل هي بقاء سيطرة الملاك الحاليين على إدارة المؤسسة (أبو بكر، 2017، صفحة 34)، فإذا كان عددهم قليل كانت لديهم رقابة قوية على قرارات التمويل (احمد، 2008، صفحة 88)، فنجدهم يفضلون الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة على إصدار الأسهم العادية حتى لا يفقدوا هذه السيطرة، ولكن التوسع في الاقتراض يؤدي إلى ارتفاع نسبة المديونية وعجز المؤسسة عن خدمة هذه الديون، ما قد يصل بها لحد الإفلاس، ولتفادي الإفلاس يجب التضحية بقليل من السيطرة عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة ودخول بعض الملاك الجدد (أبو بكر، 2017، صفحة 34).

3-4 مبدأ الملاءمة Matching Principle:

يقصد به الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، يعني أن تكون مصادر الأموال التي تحصل عليها المؤسسة مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، حيث يتم تمويل الأصول الرأسمالية (غير الجارية) عن طريق حقوق الملكية والديون طويلة الأجل، وتمويل الأصول الجارية عن طريق الديون قصيرة الأجل (عبد العزيز، 1997، الصفحات 253-254)، لأن تمويل الأصول الرأسمالية بمصادر قصيرة الأجل يعرض المؤسسة لمخاطر عدم القدرة على السداد، لأنّ التدفقات النقدية لهذه الأصول بطيئة. كما أن الأصول الجارية تتقلب بسرعة فعند انخفاض أرصدتها وتوفر النقد لا يمكن للمؤسسة التخلص من الديون طويلة الأجل، حيث تبقى عبئا على كاهلها بفوائدها

المرتفعة، وذلك إذا تم تمويل الأصول الجارية بمصادر طويلة الأجل (ابو صبحا، 2009، صفحة 378).

3-5 مبدأ المرونة Flexibility Principle:

يتمثل في قدرة المؤسسة على تعديل خطتها التمويلية وفقا للتغير الذي قد يحدث في احتياجاتها للأموال، يعني الملاءمة بين الظروف المالية السائدة وبين المصادر المستخدمة في التمويل، حيث تتيح المرونة للمؤسسة المزايا التالية (النعيمي و الخرشة، 2007، صفحة 204):

- إمكانية الحصول على بدائل مختلفة من مصادر التمويل في حالات الانكماش والتوسع الاقتصادي؛
- رفع قدرتها التفاوضية للحصول على مصادر التمويل المتاحة بشروط جيدة؛
- إمكانية التخلص من الأموال الزائدة عن حاجتها في الوقت المناسب.

3-6 مبدأ التوقيت Timing Principle:

التوقيت والمرونة وجهان لعملة واحدة فإذا توفرت المرونة يمكن للمؤسسة اختيار الوقت المناسب والحصول على حاجتها من التمويل بالشروط المناسبة وبأقل تكلفة (ابو صبحا، 2009، صفحة 378).

3-7 مبدأ توفر الأموال:

إنّ توفر مختلف مصادر التمويل وتكلفتها محكوم بدراسة اتجاه السوق المالي، فإذا كانت التوقعات تنبئ بتراجع معدلات الفائدة وأسعار الأسهم، ممّا يعني أنّ السوق سيكون في حالة هبوط، فعلى المؤسسة انتظار الفرصة القادمة والاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة، أما إذا كانت التوقعات تنبئ بارتفاع معدلات الفائدة وصعود في أسعار الأسهم فعلى المؤسسة إعطاء وزن أكبر لعامل الدخل واقتراض المزيد من الأموال حاليا بتكلفة أقل (ابو صبحا، 2009، صفحة 380).

هناك تضارب بين هذه المبادئ، فقد يدعو مبدأ التكلفة إلى المزيد من الاقتراض في حين لا يحبذ ذلك مبدأ المخاطرة لأنّ المزيد من الدين يعني المزيد من حجم خدمته ممّا قد يقود إلى الإفلاس، وقد يدعو مبدأ المرونة إلى إصدار أسهم عادية أمّا مبدأ السيطرة فيدعو إلى إصدار السندات. لذلك على المؤسسة الموازنة بين هذه العوامل المتقاطعة والمتضاربة للحصول على توليفة مناسبة من مصادر التمويل، وذلك بإعطاء أوزان لهذه العوامل ضمن مجموعة من العوامل الأخرى المحددة لأنواع التمويل (ابو صبحا، 2009، صفحة 380).

4- محددات الهيكل المالي:

تتمثل العوامل التي تحدّد في ضوئها مصادر التمويل المناسبة لتكوين الهيكل المالي للمؤسسة فيما يلي:

4-1 السيولة:

يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة والهيكل المالي طردية كما يمكن أن تكون عكسية، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تكون لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل ممّا يسهل عليها الاقتراض، وهنا تكون العلاقة طردية. ومن جهة أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات فإنّ المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تستخدم هذه السيولة لتمويل استثماراتها، حينها تقل نسبة الديون في هيكلها المالي، ممّا يترتب عليه وجود علاقة عكسية (شلاش، البلقوم، و العون، 2008، صفحة 61).

4-2 الموقف الضريبي للمؤسسة:

من أهم الأسباب التي تدفع المؤسسة إلى الاقتراض هي أن فوائد القروض تعتبر من التكاليف التي يجب خصمها قبل حساب الضريبة، الأمر الذي يخفض من العبء الضريبي. إلاّ أنه في بعض الأحيان قد تعفى المؤسسة من الضرائب أو تمنح حوافز ضريبية تنقص من عبء الضريبة، مما يجعل الاقتراض كمصدر للتمويل يفقد أحد مزاياه الأساسية الناشئة عن ارتفاع الأعباء الضريبية (اندراوس، 2006، صفحة 402).

4-3 معدل نمو المبيعات:

تتمتع المؤسسات التي تتميز بنمو مرتفع في مبيعاتها بثلاث مزايا في هذا الصدد:

أ. يمكنها الاعتماد على الاقتراض بدرجة أكبر، حيث يتوقع أن تزيد عوائدها، وبالتالي تزيد قدرتها على تسديد التزاماتها (العامري، 2013، صفحة 309).

ب. زيادة إيراداتها ومن ثم زيادة أرباحها المحتجزة بما تتيحه من تمويل ذاتي يكفي احتياجات النمو والتوسع، وبالتالي تكون حاجتها للتمويل بالدين أقل (سويلم، 1997، صفحة 393).

ت. يمكنها إصدار أسهم جديدة بأسعار مرتفعة، ما يحقّق لها حجما كبيرا من التمويل بإصدار عدد قليل من الأسهم، ممّا يجعل التمويل بإصدار أسهم جديدة أكثر إغراء من التمويل بالدين (سويلم، 1997، صفحة 393).

وهنا يكون على هذه المؤسسات الموازنة بين المكاسب الناجمة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا المترتبة عن زيادة حجم الملكية (الحناوي و قرياقص، 1996، صفحة 339).

4-4 درجة استقرار المبيعات:

زيادة درجة استقرار المبيعات والإيرادات تمكّن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة المترتبة عن الاقتراض بأقل درجة من الخطر، وعلى العكس إذا كانت المبيعات والإيرادات متعرضة لتقلبات مستمرة، فإنّ المؤسسة تجد صعوبات في دفع هذه الالتزامات (الحناوي و قرياقص، 1996، صفحة 339).

4-5 هيكل الأصول:

يؤثّر هيكل الأصول على نوعية مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تدبير احتياجاتها المالية وعلى درجة التوازن المالي، فالمؤسسات التي تكون لديها نسبة الأصول الرأسمالية مرتفعة تستطيع الاعتماد أكثر على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل (حميد، 1995، صفحة 269)، حيث تستخدم هذه الأصول كضمانات للمقرضين، وارتفاع نسبة الأصول الرأسمالية يوفر مستوى عالٍ من الأمان، لأنّ الدائنين يمكنهم تصفية الأصول المقدمة كضمانات في حالة الإفلاس (Yundhari & Sedana, 2020, p. 23).

4-6 الدخل:

الاقتراض يؤدي إلى تحسين العائد على حقوق الملكية بشكل أفضل ممّا لو كان التمويل بحقوق الملكية فقط، بشرط أن تكون تكلفة الاقتراض أقل من العائد المحقَّق على الأصول (أبو بكر، 2017، صفحة 33).

4-7 حجم المؤسسة:

يعتبر من العوامل التي تزيد من قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات الحجم الكبير غالبا ما تتمتع بثقة المقرضين أكثر من المؤسسات صغيرة الحجم (يوسف، 2012، صفحة 305).

4-8 نمط التدفق النقدي:

يتمثل في الفترة التي تمر على الاستثمار حتى يبدأ في تحقيق تدفقات نقدية، فإذا كانت هذه الفترة طويلة تكون لها آثار سلبية على السيولة. ويمكن تفادي الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل تتزامن مواعيد تسديدها مع دخول النقد إلى المؤسسة. ومن منظور السيولة تعتبر أموال الملكية أفضل مصادر

التمويل، فهي ليس لديها تاريخ استحقاق، بالإضافة إلى تعديل نسبة الأرباح الموزعة أو احتجازها حسب الظروف، عكس الاقتراض الذي تمثل أقساطه ودفعات الفائدة التزامات يجب دفعها حتى ولو لم تحقق المؤسسة أي دخل (أبو بكر، 2017، صفحة 36).

9-4 اتجاهات الدائنين:

تلعب آراء واتجاهات الدائنين دورا هاما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، فغالبا ما تناقش المؤسسة هيكلها المالي مع الدائن المحتمل وتعطي لرأيه وزنا كبيرا، وغالبا ما يرفض هذا الأخير زيادة نسبة الديون بصورة غير طبيعية لأن ذلك يهدد مصالحه في المؤسسة (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 282).

10-4 اتجاهات الإدارة ونمط ملكية المؤسسة:

تكون الإدارة متحفظة في استخدام الديون كمصدر للتمويل إذا كانت المؤسسة ملك للقطاع الخاص نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة والتي قد تؤدي بها إلى الإفلاس، أما إذا كانت المؤسسة ملك للقطاع العام فإن الإدارة تتوسع في الاقتراض حتى تزداد قيمة السحب على المكشوف، لأن المؤسسة لا تتعرض للإفلاس والتصفية وذلك لتدخل الحكومة لإصلاح هيكلها المالي للمحافظة عليها في مجال الأعمال (حميد، 1995، صفحة 277).

11-4 فرص النمو:

تشير الكثير من الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين فرص النمو ونسبة الديون، لأنّ ارتفاع فرص النمو وزيادة رقم أعمال المؤسسة من شأنه أن يزيد من قدرتها التمويلية فتعتمد على مواردها الداخلية أكثر من الديون، لأن تكلفة الوكالة للدين تكون مرتفعة في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة نظرا لارتفاع المخاطر المرافقة لهذا النمو (دلفوف، 2018، صفحة 196). أما نظرية الالتقاط فتؤكد أن المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة سيكون لديها ديون أعلى لتمويل النمو، ممّا يعني أنه يوجد تأثير إيجابي لفرص النمو على الاقتراض (Utami, Gumanti, Subroto, & Khasanah, 2021, p. 74).

12-4 الإشارة:

إذا تمكنت المؤسسة من الإشارة إلى جودتها بمصداقية إلى أصحاب المصالح، يمكنها تجنب علاوة المعلومات غير المتماثلة، وبالتالي فإنّها قد تحصل على مصادر التمويل الخارجية بسهولة

لاسيّما حقوق الملكية (الأسهم العادية الجديدة)، وتعتبر توزيعات الأرباح وإصدار الديون كإشارة إلى وضع مالي جيد (Bhaduri, 2002, p. 203).

المطلب الثاني: مصادر التمويل بحقوق الملكية

تعرف مصادر التمويل بحقوق الملكية بأنّها الأموال التي يقدّمها أصحاب المؤسسة، حيث تمثل المصدر الأول للتمويل بالنسبة للمؤسسات الجديدة، وتعتبر القاعدة التي تستند إليها المؤسسات القائمة عند الاقتراض (الزغبي، 2000، صفحة 86)، وتتمثل في إصدار أسهم جديدة (عادية، ممتازة) أو استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

1- **الأسهم العاديّة Common Stocks:**

تعد من مصادر التمويل طويل الأجل، وتسمى برأس المال الخارجي الذي يتم الحصول عليه من مصادر خارج المؤسسة.

1-1 مفهوم الأسهم العادية:

هي عبارة عن حصص متساوية القيمة تمثل رأس مال المؤسسة (الحاج، 2002، صفحة 127)، تكون في شكل وثائق ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، قابلة للتداول، غير قابلة للتجزئة وليس لها تاريخ استحقاق ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة.

تعتبر الأسهم العادية مصدرا رئيسيا للتمويل لأن استخدامها لا يحمّل المؤسسة أي تكلفة تلتزم بها تجاه الغير مقابل استخدام هذه الأموال إلاّ في حالة تحقيقها للأرباح واتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين (آل شبيب، 2006، صفحة 102).

يعتبر المساهمون العاديون ملاّكا للمؤسسة، حيث تكون مسؤولياتهم عن خصومها في حدود ما يمتلكونه فيها، ويكون لهم في حالة التصفية حقوق على أصولها المتبقية بعد تسوية حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة (سويلم، 1997، صفحة 417).

تصدر الأسهم العادية عند تأسيس المؤسسة، وقد تقوم المؤسسة بإصدار أسهم عادية في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها (آل شبيب، 2006، صفحة 103).

1-2 أنواع الأسهم العادية:

تصنف الأسهم العادية تبعا لأدائها ولسلوكها في الظروف الاقتصادية المختلفة حسب معايير متعددة كما يلي:

1-2-1 الأسهم الإسمية: يسجل اسم صاحب السهم على صك السهم ولا يجوز نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية أو التنازل عنها إلا بعد توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة وإثبات ذلك في دفاتر المؤسسة.

1-2-2 الأسهم لحاملها: لا يتم تسجيل اسم صاحب السهم على صك السهم، ويتم تداول هذه الأسهم في البورصة ونقل ملكيتها من البائع إلى المشتري من غير الرجوع إلى المؤسسة المصدرة، حيث يتم إثبات اسم المالك الجديد في دفاتر المؤسسة فقط (حميد، 1995، صفحة 487).

1-2-3 الأسهم العادية المضمونة: تعطي لحاملها الحق بمطالبة المؤسسة بالتعويض عند انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين خلال فترة محددة بعد إصدارها (بوراس، 2008، صفحة 52).

1-2-4 الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: عندما تبيع المؤسسة جزء من أسهمها العادية للعاملين بها لمشاركتهم في الملكية يسمح لها بخصم توزيعات تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ويتم كذلك إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروضا لصندوق العاملين المخصص لشراء هذه الأسهم من الضريبة على 50% من الفوائد المتحصل عليها (هندي ، 1998، صفحة 40).

1-2-5 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط توزيعات هذه الأسهم بأقسام معينة، غير أن هذا النوع ولّد نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين (الدوري و سلامة، 2013، صفحة 259).

1-2-6 الأسهم الناجحة (الرابحة): تصدرها المؤسسات الكبيرة والمعروفة والتي عادة ما تكون قائدة في صناعتها، تتميز بأسعارها العالية وبتوزيعاتها المنخفضة والمستقرة، وبأرباحها المؤكدة، وبارتفاع فرص نموها، بالإضافة إلى ارتفاع ثقة المستثمرين بها. وتعّد هذه الأسهم جذابة خاصة للمستثمرين الراغبين في عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ (العامري، 2013، صفحة 509).

1-2-7 أسهم الدخل: تعطي هذه الأسهم شكلا منتظما من التوزيعات وقابلا للتنبؤ، وتكون أقل عرضة للتقلبات في أسعارها، لذلك تكون جذّابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على الدخل وتقليل المخاطرة (عبد الحكيم و مصطفى، 2010، صفحة 57).

1-2-8 أسهم النمو: هي عكس أسهم الدخل، لا يتوقع حاملها الحصول على توزيعات الأرباح في نهاية السنة وبشكل مستمر، لكنه يتوقع ارتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدل نمو متزايد، وعادة ما تكون هذه الأسهم للمؤسسات التي لديها منتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي (عبد الحفيظي و سلماني، 2014، صفحة 220).

1-2-9 الأسهم المدافعة: هي الأسهم التي يتوقع أن تبقى أسعارها مستقرة ومتزايدة خلال الركود الاقتصادي، أو خلال التقلبات الحادة للأسواق المالية، حيث توصف بأنّها مقاومة للركود، وتكون جذّابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكّد وآمن (العامري، الإدارة المالية الحديثة، 2013، صفحة 508).

1-2-10 الأسهم المجازفة: يراهن المستثمرون في هذه الأسهم على أنّ ما يستجد من اكتشافات أو معلومات أو وسائل إنتاج سيؤثر إيجابيا على نمو المؤسسة وعلى أسعار أسهمها، بدلا من اعتمادهم على البيانات التاريخية للمؤسسة. تكون قيم هذه الأسهم ومضاعفات رِبْحِيَّتِها متقلبة كثيرا، وتكون معاملات بيتا لها أكبر من الواحد، كما يكون احتمال تحقّق الخسائر مرتفعا (العامري، 2013، صفحة 508).

1-3 حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من الحقوق أهمها:

- حق التصويت والترشيح لعضوية مجلس الإدارة؛
- حق الاطلاع على سجلات المؤسسة، وكذلك حق الطعن في سلامة حساباتها؛
- حق الحصول على الأرباح عند توزيعها (الحاج، 2002، صفحة 130)؛
- حق نقل ملكية السهم، حيث يمكن لحامل السهم نقل ملكية السهم أو بيعه في السوق المالي دون طلب الإذن من المؤسسة (الزغبي، 2000، صفحة 89)؛
- حق المشاركة في أصول المؤسسة في حالة تصفيتها (الزغبي، 2000، صفحة 89)، لكن ليس هناك ما يضمن استرجاع قيمة الأسهم التي سبق دفعها، وقد لا يسترد منها شيئا على الإطلاق (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 94)؛
- حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة (عبد الهادي، 2008، صفحة 223).

1-4 مزايا التمويل بالأسهم العادية:

للتمويل بالأسهم العادية مجموعة من المزايا أهمها:

– إصدار الأسهم العادية لا يمثل التزاما على المؤسسة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد موعد استحقاقها، كما أنّ المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم، وبالتالي انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى التي يمكن أن تطالب بإشهار إفلاس المؤسسة في حالة عدم تسديد التزاماتها في الوقت المحدد (آل شبيب، 2006، صفحة 105)؛

– بيع الأسهم العادية غالبا ما يكون أسهل من بيع السندات، لأنّها تجذب الكثير من المستثمرين كون العائد المتوقع منها عادة ما يكون أكبر من عائد السندات أو الأسهم الممتازة، كما أنها تزود المستثمرين بحماية أفضل ضد التضخم النقدي باعتبارها أموال ملكية، حيث ترتفع قيمتها عند ارتفاع قيمة الأصول الحقيقية في فترة التضخم النقدي (عبد العزيز، 1997، الصفحات 24-25)؛

– إصدار أسهم عادية جديدة يعدّ توسيعا لحقوق الملكية، ممّا يؤدي إلى تخفيض خطر الرافعة المالية ويوفر ضمانات إضافية للدائنين ويعزز القدرة الائتمانية للمؤسسة (آل شبيب، 2006، صفحة 106).

1-5 عيوب التمويل بالأسهم العادية:

رغم المزايا التي يحقّقها التمويل بالأسهم العادية إلّا أنّه لديه العديد من العيوب أهمّها:

– زيادة عدد المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم للمستثمرين الحاليين بالإضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحتجزة المحقّقة سابقا، وبالتالي تنخفض مبالغ الأرباح المحتجزة والتي تعتبر مصدرا داخليا للتمويل وتساهم في توسيع الاستثمارات (آل شبيب، 2006، صفحة 106)؛

– يتم احتساب الضريبة قبل توزيع الأرباح، ممّا يؤدي إلى زيادة الوعاء الضريبي وبالتالي انخفاض العائد على السهم (الزغبي، 2000، صفحة 89)؛

– تكاليف إصدار وبيع الأسهم العادية عادة ما تكون أكبر من تكاليف إصدار وبيع الأسهم الممتازة والسندات، كما أنّ الأسهم العادية تتضمن مخاطر أعلى من مخاطر الأسهم الممتازة والسندات(عبد العزيز، 1997، الصفحات 25-26)؛

– احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، بسبب التبادل السريع للأسهم وبإصدار أسهم عادية جديدة ودخول مساهمين جدد (احمد، 2008، صفحة 84)؛

- اعتماد المؤسسة على التمويل بالأسهم العادية بدرجات عالية يؤدي إلى فقدان التركيبة المثالية للهيكل المالي من ناحية استخدام الرفع المالي وانخفاض تكلفة التمويل، بالإضافة إلى الأثر السلبي في قيمة المؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 365).

2- الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

تصنّف الأسهم الممتازة مثل الأسهم العادية كمصدر تمويل خارجي طويل الأجل، ويطلق عليها أيضا اسم أسهم الأفضلية أو أسهم الأولوية.

2-1 مفهوم الأسهم الممتازة:

تعتبر صكوكا تَقِرُّ بملكية حاملها لجزء من رأسمال المؤسسة، يعادل القيمة المدوّنة عليها، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على قدر معين من الأرباح، إذا ما تم تحقيقها (عبد الهادي، 2008، صفحة 227).

السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية الناشئة عن السهم العادي، وله قيمة إسمية وقيمة سوقية مثل السهم العادي، ورغم أنّه ليس لديه تاريخ استحقاق إلّا أنّه يمكن استدعاؤه في وقت لاحق مثل السندات (عبد الهادي، 2008، صفحة 227).

سمّيت هذه الأسهم بالممتازة لأنها تمتاز على الأسهم العادية بأنّ لها الأولوية والحق عند توزيع الأرباح وعند التصفية، فعند توزيع الأرباح يتم إعطاء حملة الأسهم الممتازة حصتهم وما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية، وقد لا يتبقى لهم شيئا. وكذلك عند تصفية أصول المؤسسة، حيث يتم تسديد الديون أولا ثم يعطى حملة الأسهم الممتازة قيمة أسهمهم ويبقى حملة الأسهم العادية في الأخير (الزغبي، 2000، صفحة 91).

2-2 أسباب لجوء المؤسسات إلى إصدار الأسهم الممتازة:

تقوم المؤسسة بإصدار الأسهم الممتازة في الحالات التالية:

-عندما لا تتمكن من الحصول على القروض من المؤسسات المالية لارتفاع أسعار الفائدة في السوق المالي؛

-عندما تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية، تتخذ المؤسسة قرار التمويل بإصدار الأسهم الممتازة كونها تحقق عائد أكبر للمساهمين القدامى(آل شبيب، 2006، صفحة 108)؛

– عندما تكون الأعباء المالية للمؤسسة مرتفعة فإنها تفضل التمويل بالأسهم الممتازة على التمويل بالقروض أو السندات (يوسف، 2012، صفحة 263)؛

– عندما ترغب المؤسسة في استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة، باعتبار أن حملة الأسهم الممتازة ليس لديهم الحق في التصويت (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 46)؛

– المتاجرة بالملكية، وذلك باستثمار قيمة الأسهم الممتازة لتحقيق أرباح إضافية لأصحاب الأسهم العادية، إذا تمكنت المؤسسة من استثمار هذه الأموال بمعدل أكبر من المعدل المحدد في عقد الإصدار (الزغبي، 2000، صفحة 93).

2-3 أنواع الأسهم الممتازة:

للأسهم الممتازة عدة أنواع أهمها:

2-3-1 الأسهم القابلة للتحويل: هي الأسهم التي يكون لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية، ويكون ذلك امتيازا لحملة هذه الأسهم، فمثلا في حالة الرواج الاقتصادي عندما تحقق المؤسسة أرباحا كبيرة يمكنهم استبدال هذه الأسهم بأسهم عادية والحصول على إيرادات إضافية (آل شبيب، 2006، صفحة 173).

2-3-2 الأسهم المشاركة والأسهم غير المشاركة: الأسهم المشاركة تعطي الحق لحملتها في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الفائضة بعد توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية، إضافة إلى حصتهم الثابتة. وفي الأصول الفائضة بعد تغطية جميع التزامات المؤسسة في حالة التصفية. أما غير المشاركة فلا تعطي الحق في ذلك (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 363).

2-3-3 الأسهم التراكمية والأسهم غير التراكمية: بالنسبة للأسهم التراكمية عندما لا تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح ولو لعدة سنوات، تتجمع تلك الأرباح وتدفع لحملة هذه الأسهم بمجرد حصول المؤسسة على أي عائد، أما غير التراكمية فعندما لا تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح سنة معينة يفقد أصحاب هذه الأسهم حقهم في الحصول على أرباح تلك السنة في السنوات المقبلة (الزغبي، 2000، صفحة 91).

2-3-4 الأسهم ذات الأرباح المضمونة: هي الأسهم التي تقوم الحكومة بضمانها، وذلك بالتزامها بدفع مستوى معين من الأرباح في حالة عدم قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح (الحاج، 2002، صفحة 137).

2-3-5 الأسهم التراكمية والقابلة للتحويل: تتيح لحاملها حق التمتع بخاصية تراكم الأرباح وتدويرها، وحق تحويلها إلى أسهم عادية إن أراد ذلك (النعيمي و الخرشة، 2007، صفحة 160).

2-4 خصائص الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة خليطا من أشكال التمويل يمزج بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات (سويلم، 1997، صفحة 421)، حيث تجمع الأسهم الممتازة بين خصائص الأسهم العادية في أنّها تمثل أموال ملكية ليس لها تاريخ استحقاق وأنّ لحملتها الحق في الحصول على الأرباح، وخصائص السندات في أنّ ربحها يكون محددا مسبقا في شكل نسبة مئوية، وأنّ حامليها ليس لديهم حق المشاركة في الأرباح المحتجزة وليس لديهم حق الإدارة والتصويت إلّا إذا ورد نص بخلاف ذلك (الحاج، 2002، صفحة 135).

2-5 مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

تتمثّل مزايا التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:

- التمويل بهذه الأسهم لا يتطلب ضمانات كما يتطلبه التمويل بالقروض، كما أنّه لا يضعف من رقابة أصحاب الأسهم العادية على المؤسسة؛
- يترتب عن استخدام هذه الأسهم زيادة عائد حملة الأسهم العادية عندما يكون أثر الرفع المالي موجب ونسبة الرفع المالي مرتفعة (يوسف، 2012، صفحة 278)؛
- توزيعات الأسهم الممتازة لا تمثل التزاما قانونيا من طرف المؤسسة المصدرة، حيث يمكنها عدم دفع التوزيعات إذا كانت العوائد غير كافية أو كانت الوضعية المالية للمؤسسة سيئة؛
- تعتبر ذات مرونة في عملية التمويل لأنّ ليس لديها تاريخ استحقاق نهائي، ما يعني أنّها قرض دائم، كما أنّ عملية إصدارها لا تتطلب القيام بأيّة مدفوعات أساسية، كما لا تتطلب التخطيط لإعادة التمويل؛
- تدعم أساس الملكية للمؤسسة وتقوي موقفها المالي، وبالتالي ترفع من قدرة المؤسسة على الاقتراض في المستقبل (سويلم، 1997، صفحة 426).

بالرغم من هذه المزايا إلّا أنّ التمويل بالأسهم الممتازة لا يخلو من العيوب والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

- يجب أن تباع الأسهم الممتازة على أساس عائد أعلى من عائد السندات (عبد العزيز، 1997، صفحة 52)؛
- توزيعات الأسهم الممتازة لا تعطي إعفاء ضريبي كما يعطيه التمويل بالدين، ممّا يجعل تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة السندات (يوسف، 2012، صفحة 278)؛

- توزيعاتها إلزامية، رغم أنّه لا يحق لحملتها المطالبة بالتوزيعات إلّا إذا قررت المؤسسة ذلك، إلّا أن أرباحها تجمع لسنوات لاحقة، ولا يحق توزيع الأرباح على المساهمين العاديين إلّا بعد دفع أرباح الدورات السابقة لحملة الأسهم الممتازة؛
- يملك حملتها الحق في التصويت في حالات معينة (الدوري و سلامة، 2013، صفحة 260).

3- الأرباح المحتجزة Retained Earnings:

تصنّف الأرباح المحتجزة على أنّها مصدر تمويل داخلي (ذاتي) طويل الأجل، يتم الحصول عليه من داخل المؤسسة، حيث تقوم المؤسسة من خلاله بتمويل نفسها بنفسها.

3-1 مفهوم الأرباح المحتجزة:

هي أرباح تم تحقيقها ولكنّ المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على المساهمين بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، وبالطبع لا يتم احتجاز الأرباح إلّا إذا كان العائد المتوقع من استثمارها مساويا على الأقل لمعدل العائد على الاستثمار في الفرص البديلة المتاحة للمساهمين (هندي، 1999، صفحة 573). وهي بذلك تمثل بديلا تمويليا أمام المؤسسة دون الحاجة إلى الاقتراض أو إصدار أسهم عادية إضافية (سويلم، 1997، صفحة 429)، كما أنّها تعتبر مصدرا هاما للنمو والتوسع، فالكثير من التوسعات لا تتم إلّا إذا أمكن تمويلها بالأرباح المحتجزة (سويلم، 1997، صفحة 446). كما تستخدم أيضا في حالة المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية كالّتي ترغب في تخفيض ديونها أو الّتي تواجه ظروف اقتصادية متقلّبة (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 250).

3-2 مكونات الأرباح المحتجزة:

تتكوّن الأرباح المحتجزة من العناصر التالية:

3-2-1 الاحتياطي القانوني (الإجباري): ينص القانون على وجوب حجز جزء من أرباح المؤسسة حسب النسب التالية 10%، أو 15%، أو 20%، وتستمر المؤسسة في الاقتطاع حتى يصل حجم الاحتياطي 50%من رأس مال المؤسسة المدفوع (الحاج، 2002، صفحة 143).

3-2-2 الاحتياطي النظامي: يتم تكوين هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للمؤسسة، حيث يشترط احتجاز نسبة معينة من الأرباح السنوية المحققة لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، ولا يمكن استخدام هذا الاحتياطي في غير تلك الأغراض إلّا بقرار من الجمعية العامة للمؤسسة، كما لا يمكن العدول عن تكوين هذا الاحتياطي إلّا إذا تم تعديل نظام المؤسسة (عبد العزيز، 1997، صفحة 56).

3-2-3 الاحتياطي الاختياري: تكوّن الإدارة هذا الاحتياطي بموافقة المساهمين، حيث تقتطع جزءا من الأرباح في هذا الحساب لمواجهة التزامات غير مؤكّدة، وقد تكوّن هذا الاحتياطي لغاية محدّدة أو عامة (ابو صبحا، 2009، صفحة 357).

4-2-3 الأرباح المرحّلة: بعد عملية توزيع الأرباح السنوية قد يقترح مجلس الإدارة ترحيل المبلغ المتبقي إلى السّنة الموالية، حيث يستخدم كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحقّقة في السنوات المقبلة، والّذي قد يؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات نقدية على المساهمين. ويستلزم ذلك موافقة الجمعية العامة العادية للمؤسسة (عبد العزيز، 1997، صفحة 57).

3-3 خصائص ومميّزات الأرباح المحتجزة:

تتميز الأرباح المحتجزة بمجموعة من المميّزات والخصائص نذكر أهمها:

- تعد مصدرا ماليا تلجأ إليه جميع المؤسسات التي تحقّق أرباحا جيدة؛
- توفر للمؤسسة سيولة سريعة وبسهولة، على عكس القروض التي تتطلب ضمانات ومفاوضات وإجراءات كبيرة تؤدي إلى تأخر الموافقة على طلب القروض؛
- تعد مصدرا تمويليا مستقلا، حيث لا تترتب عليها ضغوط أو سيطرة من الجهة المموّلة كما هو الحال بالنسبة للقروض والسندات، ولا تؤدي إلى زيادة عدد الأصوات التي قد تؤثر على القرارات (الزغبي، 2000، صفحة 94)؛
- تكلفتها منخفضة نسبيا، حيث تعادل تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في فرص استثمارية أخرى (بوحدرة، 2012، صفحة 10)؛
- احتجاز الأرباح يعفي المؤسسة ومساهميها من الضريبة على الأرباح، كما يعفيها من تكاليف زيادة رأس المال وإصدار الأسهم (يوسف، 2012، صفحة 238)؛
- تدعم وتقوي المركز المالي للمؤسسة، وذلك برفع نسبة حقوق الملكية إلى الديون، ممّا يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة؛
- زيادة الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة، ومن ثم زيادة القيمة المتوقعة لأسهمها (اندراوس، 2006، صفحة 379).

3-4 مبررات حجز الأرباح:

هناك عدة مبرّرات تجعل المؤسسة تلجأ إلى احتجاز الأرباح هي:

- أسباب قانونية مثل تكوين الاحتياطي الإجباري؛
- تقوية المركز الائتماني للمؤسسة عن طريق زيادة الاستثمارات؛
- تخفيف العبء الضريبي، حيث يفضل الملاك إعادة استثمار الأرباح ممّا يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمهم، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، بدل توزيعها ودفع معظمها على شكل ضرائب (الزغبي، 2000، صفحة 94)؛
- توفير السيولة وذلك لأن توزيع الأرباح يقلّل من النقدية، لذلك ترغب المؤسسات التي تتعرض لتقلبات نقدية كبيرة في حجز الأرباح؛
- تخفيض أعباء الديون والتقليل من مخاطر الملاك؛
- توفير الاحتياجات المالية للمؤسسات الحديثة والتي تكون خياراتها محدودة لمصادر التمويل الأخرى، وكذلك للمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة (ابو صبحا، 2009، الصفحات 355-356)؛
- زيادة رأس المال العامل لزيادة قيمة المؤسسة السوقية؛
- استخدام الأرباح المحتجزة كوقاء يمتص صدمات العسر المالي والخسائر المالية؛
- تدوير بعض الأرباح إلى السنوات القادمة التي تكون فيها الأرباح قليلة لتحقيق الانتظام في نسبة التوزيع (بوشوشة، 2016، الصفحات 111-112)؛
- تمويل عمليات النمو والتوسع (الحاج، 2002، صفحة 144).

3-5 عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة:

للتمويل بالأرباح المحتجزة مجموعة من العيوب هي:

- قد لا تتوفر الأرباح المحتجزة أمام المؤسسة، خاصة المؤسّسات التي لا تحقّق أرباح، أو التي تكون في بداية حياتها؛
- قد يترتب عن التمويل بالأرباح المحتجزة إصدار أسهم مجانية للمساهمين ممّا يؤدي إلى رفع تكلفتها؛
- لا تستطيع المؤسسة التمويل بالأرباح المحتجزة بشكل متكرر، مما يجعلها تنتظر لعدة سنوات حتى تزداد الأرباح المحتجزة، وهذا يفرض عليها التوجه نحو مصادر أخرى للتمويل (بوحدرة، 2012، صفحة 11)؛

– تجميد جزء هام من الأموال وعدم الاستفادة منها، أو استثمارها في مشاريع غير ضرورية، لأنّ الإدارة قد لا تهتم بدراسة مجالات استخدام الأموال المدّخرة من طرف المؤسسة كالأموال المتحصّل عليها من الغير، ممّا يؤدي إلى ضعف العائد (حنفي ع.، 2003، صفحة 130)؛

– الاعتماد على الأرباح المحتجزة اعتمادا كليا قد يؤدي إلى تعطيل التوسع، وبالتالي عدم الاستفادة من فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة، وذلك بسبب قصور الأرباح المحتجزة في توفير الاحتياجات المالية اللّازمة (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 40)؛

– انخفاض حجم الأرباح الموزعة يؤدي انخفاض الطلب على أسهم المؤسسة، وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية (يوسف، 2012، صفحة 239)؛

– قد يقيّم المساهمون توزيعات الأرباح بصورة أعلى من تقييمهم للأرباح الرأسمالية الناتجة عن استخدام الأرباح المحتجزة في عمليات التوسع المستقبلية، حيث يرون أنّ التوزيعات تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة وعلى ربحيّتها في المستقبل (اندراوس، 2006، صفحة 379).

المطلب الثالث: مصادر التمويل بالدين

لا يمكن لأي مؤسسة ترغب في تحقيق النمو تجنّب التمويل عن طريق الديون، فعلى الرغم ممّا يحيط به من مخاطر إلّا أنّ له العديد من المزايا، وتتمثل مصادر التمويل بالدين في الأموال المتحصل عليها من الغير في شكل ديون من خلال الاقتراض طويل أو قصير الأجل أو عن طريق التمويل التأجيري.

1– الديون طويلة الأجل (الديون المالية):

تتمثل في مصادر التمويل التي تزيد آجال استحقاقها عن السنة، والتي تستخدم في تمويل الأصول الرأسمالية. وتتمثل هذه المصادر في السندات والقروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل.

1–1 السندات:

تصنّف السندات على أنّها مصدر تمويل خارجي طويل الأجل، تعد أدوات مديونية تصدرها المؤسسات أو الحكومات ومن أبرزها سندات الخزينة.

1–1–1 مفهوم السندات:

تعتبر بمثابة اتّفاق أو عقد بين المؤسسة والمستثمر يقتضي بإقراض المستثمر المؤسسة مبلغا من المال لمدة زمنية محددة وبسعر فائدة معين. ويختلف السند عن القرض بأنّه قابل للتداول، حيث يمكن بيعه وبذلك فهو يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطا أخرى لصالح المستثمر

مثل رهن بعض الأصول الرأسمالية، أو لصالح المؤسسة مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها (عبد الهادي، 2008، صفحة 224). ويتطلب إصدار السندات أن تكون المؤسسة قادرة على تحقيق صافي ربح سنوي على الأقل ثابتا أو مستقرا لضمان دفع فوائد السندات، بالإضافة إلى اقتنائها أصول رأسمالية تمكنها من استرداد جزء كبير من قيمتها في حالة التصفية (حميد، 1995، صفحة 492).

للسند قيمة سوقية قد تزيد أو تنقص عن القيمة الإسمية، وهذا يعني أن حامل السند قد يحقق أرباحا رأسمالية كما أنه قد يمنى بخسائر. وتتحدد القيمة السوقية للسند حسب درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله، وتتوقف هذه المخاطر على المركز المالي للمؤسسة والظروف الاقتصادية السائدة، خاصة أسعار الفائدة السائدة في السوق (بوراس، 2008، صفحة 58).

1-1-2 خصائص السندات: تتمثل خصائص السندات فيما يلي:

- السند هو أداة دين استثمارية ثابتة الدخل (آل شبيب، 2006، صفحة 111)؛
- هو بمثابة وعد بالسداد في المستقبل، وحامل السند هو دائن للمؤسسة دون نشوء التزامات قانونية مثل المقرضين (عبد الرحيم، 2008، صفحة 59)؛
- لا يحق لحاملها المشاركة في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العامة (عبد الله، 2015، صفحة 65)؛
- تحافظ السندات على سيطرة الإدارة الكاملة على المؤسسة، عكس الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في الملكية والتصويت؛
- الفائدة الثابتة التي تدفع لحاملي السندات تعد عنصرا من عناصر النفقات وليست دخلا يخضع للضريبة (عبد الهادي، 2008، صفحة 22)، وبالتالي فتكلفة السندات تكون أقل من تكلفة حقوق الملكية لما تحقّقه من وفورات ضريبية؛
- يتم تسجيل السند ويتحصل حامله على شهادة ملكية باسمه لإثبات جميع حقوقه؛
- يجب دفع فوائد السندات عند موعد استحقاقها بغض النظر عن حالة المؤسسة، كما أنّ قيمتها الإسمية يجب أن تسدد ولو أدى ذلك إلى تصفية المؤسسة (الزغبي، 2000، صفحة 98)؛
- تكون السندات مضمونة ببعض أصول المؤسسة (يوسف، 2012، صفحة 281).

1-1-3 الحالات التي تلجأ فيها المؤسسة لإصدار السندات: تلجأ المؤسسة لإصدار السندات في الحالات التالية:

-المتاجرة بالملكية وذلك عندما يكون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل الفائدة على السندات (عبد الله، 2015، صفحة 66)؛

-عندما تكون تكلفة التمويل بالسندات أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى المتاحة (آل شبيب، 2006، صفحة 111)؛

-عندما تريد المؤسسة أن تتجنب زيادة عدد المساهمين الذين يحق لهم التدخل في شؤون الإدارة (الزغبي، 2000، صفحة 99).

1-1-4 أنواع السندات: تنقسم السندات إلى أنواع متعددة يمكن تصنيفها حسب معايير مختلفة أهمّها:

أ. **من حيث الملكية:** وتشمل كلّ من السند الاسمي أو المسجّل (Registered Bond) والسند لحامله (Bearer Bond) (بوراس، 2008، صفحة 58).

ب. **من حيث الجهة المصدرة:** تتمثّل في السندات الحكومية والسندات الخاصة (عبد الهادي، 2008، صفحة 224).

ت. **من حيث الضمان:** تنقسم إلى سندات مضمونة Mortgage Bonds وسندات غير مضمونة (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 251).

ث. **من حيث القابلية للاستبدال:** تصنّف إلى سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية Convertible Bonds، وسندات غير القابلة للتحويل إلى أسهم عادية Non Convertible Bonds (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, 2012, p. 591).

ج. **من حيث القابلية للاستدعاء:** تشمل السندات القابلة للاستدعاء والسندات غير القابلة للاستدعاء (الدوري و سلامة، 2013، صفحة 245).

ح. **من حيث سعر الفائدة:** تتمثّل في السندات الصفرية، السندات ذات سعر الفائدة الثابت، والسندات ذات سعر الفائدة المعوّم Floating Rate Bonds (الزغبي، 2000، صفحة 99).

خ. **من حيث العائد:** تنقسم إلى السندات ذات الدخل، وسندات المشاركة في الأرباح (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 96).

1-1-5 مزايا وعيوب التمويل بالسندات: تعتبر السندات من مصادر التمويل الرئيسية للمؤسسة وذلك لأنّ التمويل بهذه الأخيرة يحقّق عدة مزايا أهمّها:

- المتاجرة بالملكية، حيث يتم استخدام أموال الغير من أجل تحقيق عائد كبير على أموال الملّاك، وذلك لأنّ المؤسسة تقوم باستثمار أموال الاقتراض لتحقّق عائد أكبر من معدل الفائدة على السندات (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 252)؛
- فوائد السندات تخصم من الوعاء الضريبي ممّا يؤدي إلى تخفيض الضريبة (الزغبي، 2000، صفحة 99)؛
- تكلفة السندات محدّدة مسبقا وهي غالبا ما تكون أقل من تكلفة الأسهم العادية؛
- عدم مشاركة حملة السندات في الأرباح العالية التي قد تحققها المؤسسة، بالإضافة إلى عدم مشاركتهم الملاك في الرقابة على المؤسسة (عبد العزيز، 1997، صفحة 126)؛
- توفر للمؤسسة مرونة في هيكلها المالي، وذلك بوضع شروط تمكّنها من استدعاء السندات لإطفائها (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 359).

وبالرّغم من المزايا سالفة الذكر إلّا أنّ التمويل بالسندات له العديد من العيوب منها:

- للسندات تكلفة ثابتة، فإذا انخفضت أو تذبذبت الأرباح قد تصبح المؤسسة غير قادرة على تسديد هذه التكلفة؛
- السندات لديها تاريخ استحقاق محدد، لذا يجب تكوين احتياطي لتسديدها في موعدها؛
- بما أن السندات تمثل التزاما لفترة زمنية طويلة فهي تتضمن مخاطرة كبيرة نظرا لوجود عنصر الزمن (يوسف، 2012، صفحة 269)؛
- تؤدي المخاطر المرتفعة التي تسببها الرافعة المالية إلى ارتفاع معدلات الرسملة على حقوق الملكية، ورغم أن الرافعة المالية ترفع من قيمة السهم إلّا أنّ معدلات الرسملة المرتفعة قد تتسبب في انخفاض قيمة الأسهم العادية (عبد العزيز، 1997، صفحة 127).

1-2 القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل:

تتمثل في القروض المصرفية التي تتجاوز فترة استحقاقها السنة.

1-2-1 مفهوم القروض طويلة ومتوسطة الأجل: عبارة عن اتفاق تعاقدي بين المؤسسة والبنك بضمان أصل من أصول المؤسسة يتناسب مع طبيعة القرض ومدته، حيث يتم تسديد قيمة القرض

وفوائده على دفعات متساوية خلال فترة الاستحقاق، وتعد البنوك التجارية والعقارية وشركات التأمين أهم مؤسسات الإقراض الطويل والمتوسط الأجل (حميد، 1995، الصفحات 531-532).

1-2-2 خصائص القروض طويلة ومتوسطة الأجل: للقروض الطويلة والمتوسطة الأجل عدة خصائص تتمثل فيما يلي:

- استحقاق القرض خلال مدة زمنية تتراوح عادة ما بين ثلاث وخمس سنوات بالنسبة للقروض التي تمنحها البنوك التجارية، أما شركات التأمين فتمنح قروضا لمدة تتراوح بين خمس سنوات وخمسة عشر سنة؛

- تطلب البنوك وشركات التأمين ضمانات على معظم القروض التي تمنحها للمؤسسات، وتتمثل هذه الضمانات في العقارات، الآلات والمعدات والأسهم والسندات (عبد العزيز، 1997، صفحة 106)؛

- يتم تحديد مبلغ القرض ومعدل الفائدة وطريقة الدفع ومواعيد تسديد الدفعات، حيث تكون الدفعات متساوية أو غير متساوية، بالاتفاق بين المقرض والمقترض؛

- يمكن أن يكون معدل الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة (عبد الله، 2015، صفحة 73)؛

- تشترط المؤسسات المالية على المؤسسة دفع تعويض مالي أو عيني في حالة العجز عن السداد؛

- يشترط قبل عقد القرض تقييم المركز المالي للمؤسسة مع مراجعته سنويا وتحديد نسبة الأرباح الموزعة، مع عدم التصرف في الأصل المرهون (حميد، 1995، صفحة 532).

وتعتبر هذه القروض أفضل مصادر التمويل لعمليات التوسع والنمو بالرغم من خصائصها، ومن قواعد الرقابة التي تفرضها المؤسسات المالية على المؤسسة المقترضة.

1-2-3 مزايا التمويل بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل: تتمثل مزايا التمويل بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل فيما يلي:

- تعتبر أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى باعتبار فوائد القروض والعمولات المدفوعة تخفّض من الربح الخاضع للضريبة، وبالتالي توفر ميزة ضريبية (آل شبيب، 2006، صفحة 120)؛

-توفّر القروض طويلة ومتوسطة الأجل يمّكن المؤسسات من الاستغناء عن القروض قصيرة الأجل، وبالتالي تخفيض خطر عدم تجديدها من قبل المقرضين؛

- تجنب تكاليف تسجيل الإصدار العام وتوزيعه إلى الجمهور من خلال بنوك الاستثمار (عبد العزيز، 1997، صفحة 111)؛

– سرعة الحصول على التمويل، كون هذه العملية ناتجة عن مفاوضات مباشرة بين المقرض والمقترض وبالتالي تكون الإجراءات الرسمية محدودة جدا؛

– تتميز بالمرونة، حيث يمكن تغيير بنود التعاقد بسهولة بالاتفاق المباشر مع المقترض، وهذا الأمر يصعب تحقيقه بالنسبة لمصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 235).

1-2-4 عيوب التمويل بالقروض الطويلة والمتوسطة الأجل: رغم المزايا سابقة الذكر إلّا أنّ القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل لديها مجموعة من العيوب منها:

– تتضمن اتفاقيات هذه القروض نصوصا مقيّدة للمؤسسات المقترضة من أجل حماية حقوق المقرضين؛

– بما أنّ تسديد هذه القروض يكون بأقساط سنوية طول العمر المحدد لها، فإنّ المؤسسة المقترضة ستعاني من مشكلة استنزاف النقدية بشكل مستمر؛

– بما أنّ هذه القروض تعتبر تعهدا طويل الأجل فإنّ المقرض يستخدم معايير ائتمان عالية في تقييم المؤسسة المقترضة، وبالتالي يجب أن يكون الوضع المالي للمؤسسة قويّا (عبد العزيز، 1997، صفحة 111)؛

– يؤدي الاقتراض إلى تعريض المؤسسة للمخاطر المالية، فقد يؤدي فشل المؤسسة في تسديد فوائد القروض إلى تعرضها للإفلاس (السماني، 2015، صفحة 34).

2– الديون قصيرة الأجل:

يقصد بها تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتكون ملزمة بتسديدها خلال فترة زمنية لا تتجاوز السنة (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 357)، وتستخدم هذه الأموال في تمويل العمليات التشغيلية للمؤسسة وتغطية أصولها الجارية (اندراوس، 2006، صفحة 368). وتحكم استخدامها عدة اعتبارات منها طبيعة هيكل أصول المؤسسة (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 357)، وانخفاض تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل طويل الأجل، إلى جانب انخفاض عنصر المخاطرة والضمانات ممّا يسهّل الحصول عليها (الزغبي، 2000، صفحة 79).

وتلعب الديون قصيرة الأجل دورا مهما في استمرارية نشاط المؤسسة وتوسيعه، فهي تعتبر بمثابة محرك للعمليات الجارية لتغطيته جزءا كبيرا من عناصر الأصول الجارية، ويمكن حصرها في الائتمان المصرفي، الائتمان التجاري، الأوراق التجارية والمستحقات.

2-1 الائتمان التجاري:

يعتبر من أهم مصادر التمويل قصير الأجل شائعة الاستخدام في المؤسسات.

2-1-1 مفهوم الائتمان التجاري: يتمثل في أوراق الدفع والحسابات الدائنة الناشئة عن شراء بضاعة دون دفع ثمنها، على أن يتم تسديد قيمتها بعدة فترة زمنية محددة (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 41). وهو لا يؤثر في تكلفة التمويل رغم أنّه يساعد على توفير السيولة المالية للعمليات الجارية للمؤسسة، وبذلك يعد أهم وأرخص مصادر تمويل الأصول الجارية (حميد، 1995، صفحة 536)، حيث تتوقف تكلفته على شروط الموردين فإذا استطاعت المؤسسة استخدامه واستثماره بالشكل المناسب يكون تمويلا مجانيا، أمّا إذا فقدت السيطرة في استخدامه يصبح تمويلا عالي التكلفة (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 41).

2-1-2 شروط الائتمان التجاري: تحدّد شروط منح الائتمان فترة الائتمان والتزام المؤسسة بالدفع والخصم الممنوح إذا تم الدفع قبل الاستحقاق، وتتوقف فترة الائتمان على مجموعة من العوامل هي (يوسف، 2012، الصفحات 245-246):

أ. **معدل دوران السلع:** حيث يختلف حسب الطبيعة الاقتصادية للسلعة، فهناك سلع يكون معدل دوران بيعها سريع فتكون فترة ائتمانها قصيرة نسبيا كالخضر والفواكه، أما السلع المعمّرة والتي يكون معدل دوران بيعها بالتجزئة بطيء تكون فترة ائتمانها طويلة قد تتجاوز الستة أشهر.

ب. **الوضع المالي للبائع:** عندما يكون الوضع المالي للبائع ضعيف تكون فترة الائتمان قصيرة جدا والعكس صحيح.

ت. **الوضع المالي للمشتري:** المؤسسات التي تبيع عن طريق منح الائتمان لزبائنها يمكنها هي أيضا أن تحصل على فترة ائتمان طويلة نسبيا من الموردين.

ث. **الخصومات النقدية:** وهي تخفيض سعر البيع إذا ما تم الدفع خلال مدة معينة، وعدم الاستفادة من هذه الخصومات قد يجعل تكلفة الائتمان التجاري باهضه.

ج. **المركز التنافسي:** كلّما اشتدّت المنافسة بين البائعين شاعت ظاهرة منح الائتمان وطالت مدته، وكلّما تدعّم مركز المشتري كلّما تمكّن من الحصول على ائتمان لفترة أطول وبشروط أخرى، والعكس صحيح.

2-1-3 مزايا الائتمان التجاري: للائتمان التجاري العديد من المزايا أهمّها (حميد، 1995، صفحة 539):

- سهولة الحصول عليه فهو لا يتطلب سوى الاتّفاق بين البائع والمشتري على الشراء لأجل أو بأوراق الدفع؛

- لا يحتاج إلى مفاوضات وإجراءات رسمية، إلّا إذا تأخر المشتري عن التسديد، لأنّ البيع لأجل هو أحد مكونات السياسة الداخلية للمؤسسة؛

- يعتبر أكثر مصادر التمويل قصير الأجل مرونة وأقلّها تكلفة للأسباب التالية:

  - لا يترتب على المؤسسة تحمّل تكاليف إضافية إن لم ترغب في الحصول على الخصم النقدي، حيث يتم التسديد في نهاية مدة الائتمان؛
  - الحصول على الخصم يؤدي إلى انخفاض القيمة الاجمالية للمشتريات؛

- مدة الائتمان تساعد المؤسسة على تخطيط سياسة تحصيل أوراق القبض والتدفق النقدي؛

- رغم أنّه تمويل قصير الأجل إلّا أنّ تجديده المستمر يضفي عليه نوعا من الاستمرارية (يوسف، 2012، صفحة 248).

2-2 الائتمان المصرفي:

يتمثل في القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من البنوك وتلتزم بتسديدها خلال مدة زمنية لا تتجاوز السنة، ويستخدم الائتمان المصرفي في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة ولا يتم استخدامه في تمويل الأصول الرأسمالية (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 42). وينقسم الائتمان المصرفي إلى نوعين أساسيين هما:

2-2-1 الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان معين: يتم الاتفاق بين المؤسسة والبنك على فتح اعتماد للمؤسسة، وهذا يعني أن يسمح البنك للمؤسسة بأن تقترض منه كلّما احتاجت للتمويل ولفترة زمنية محددة، شرط ألّا تتجاوز الكمية المقترضة مبلغا معينا خلال هذه الفترة، ويقوم البنك بوضع مجموعة من الشروط عند منح هذا النوع من الائتمان كأن يقوم العميل بترك نسبة مئوية تتراوح بين(10% و 20%) من قيمة الاعتماد المفتوح في حسابه الجاري لدى البنك، وأن يقوم بتسديد قروضه مرة على الأقل كل سنة حتى لا تتحول إلى قروض طويلة الأجل، بالإضافة إلى اتباع سياسات مالية معينة كعدم التوسع في الاقتراض أو الحفاظ على درجة معينة من السيولة، والتي تمثل شروطا وقائية لحماية مصالح البنك (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 233).

2-2-2 الائتمان المصرفي المكفول بضمان معين: يتمثل في القروض المصرفية التي تكون مضمونة بضمانات معينة، خاصة عندما يكون المركز الائتماني للمؤسسة ضعيف، وقيمة هذه القروض لا تفي بالاحتياجات المالية للمؤسسة، كما يكون من الصعب تدبير هذه الاحتياجات من خلال القروض غير المضمونة، وترتبط هذه القروض بنوع المؤسسة ونشاطها ومركزها المالي خاصة من حيث السيولة والربحية ودرجة النمو (حميد، 1995، صفحة 534).

وعادة ما تكون قيمة هذه القروض أقل من قيمة الضمانات المقدمة ليكون هناك هامش أمان لمواجهة احتمال انخفاض قيمة هذه الضمانات. وتتمثل الضمانات المستخدمة في هذا النوع من التمويل في بعض أصول المؤسسة، الحسابات المدينة، المخزون، الأوراق المالية، كما يمكن أن يكون الضمان هو شخص آخر غير المقترض، حيث يتعهد الضامن بتسديد قيمة القرض في حالة توقف المقترض أم امتناعه عن السداد (اندراوس، 2006، صفحة 395).

2-3 الأوراق التجارية:

هي عبارة عن سندات إذنيه أو كمبيالات تصدرها المؤسسة للحصول على التمويل، وتشتريها المؤسسات الأخرى، البنوك ومؤسسات التعاقد والمعاشات، وشركات التأمين. يتراوح أجل استحقاقها بين الشهرين والسنة الواحدة، وتكون معدلات الفائدة على الأوراق التجارية المفضلة (الصادرة عن المؤسسات ذات القدرة المالية العالية جدا) متغيرة من وقت لآخر.

تعد الأوراق التجارية من أهم مصادر التمويل قصير الأجل، وقد أخذت في النمو سريعا في السنوات الأخيرة (عبد العزيز، 1997، صفحة 163).

2-4 المستحقات Accruals:

تعد مصروفات مستحقة على المؤسسة خلال السنة غير أنّ المؤسسة لم تقم بسدادها خلال هذه الفترة، وتتمثل في الأجور المستحقة، التأمينات المستحقة والضرائب المستحقة، تزيد قيمتها بشكل تلقائي مع توسع المؤسسة في عملياتها التشغيلية، وتتميز بأنّها مصدر تمويل مجاني لا تترتب عنه أية تكلفة (اندراوس، 2006، صفحة 397).

3- التمويل التأجيري (الاستئجار) Lease Financing:

ظهر في السنوات الأخيرة اتجاه نحو استئجار العقارات والمعدات بعدما كان لا يمكن استخدامها من طرف المؤسسة إلّا عن طريق امتلاكها (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 43)، ذلك لأنّ امتلاك هذه الأصول يؤدي إلى تجميد قدر كبير من الأموال كان يمكن استخدامها في تسديد قروض

طويلة الأجل أو استثمارها في فرص بديلة (عبد العزيز، 1997، صفحة 181)، وبعدما كان الاستئجار يقتصر على الأراضي والمباني فقط، أصبح اليوم يشمل جميع الأصول (المنقولة وغير المنقولة) (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 43).

3-1 مفهوم الاستئجار:

يعد عقدا يعبر عن اتفاق بين مؤجر ومستأجر لأصول رأسمالية، على أن تظل ملكية الأصل للمؤجر طوال مدة الإيجار، ويكون للمستأجر حق الانتفاع الكامل بخدمات الأصل الإنتاجية طوال مدة الإيجار المتفق عليها، مقابل دفع سلسلة من الأقساط السنوية كمدفوعات للإيجار للمؤجر (حميد، 1995، صفحة 546).

كما يعرف بأنه تلك العملية أو الترتيب الذي يضمن شراء استخدام الأصل لمدة زمنية طويلة نسبيا من دون تملك الأصل (النعيمي و الخرشة، 2007، صفحة 177).

تهدف المؤسسة من وراء عملية الاستئجار إلى الانتفاع بخدمات الأصل المؤجر، وتتشابه عملية الاستئجار والاقتراض في أن كلاهما ينتج عنه التزامات تعاقدية ثابتة، وبذلك يؤدي الاستئجار إلى ارتفاع مديونية المستأجر وبالتالي ارتفاع مخاطره المالية (يوسف، 2012، صفحة 271).

3-2 خصائص التمويل بالاستئجار:

للتمويل بالاستئجار مجموعة من الخصائص أهمها:

- يتشابه مع الاقتراض في دفعات الاستئجار والتي تمثل التزامات مالية ثابتة؛
- كلا من الاستئجار والاقتراض يؤدي الى ارتفاع نسبة المديونية وزيادة المخاطر المالية للمؤسسة (الزغبي، 2000، صفحة 104)؛
- يعتبر نشاطا تمويليا واستثماريا قائما بحد ذاته، وتتطلب الاستفادة منه تنظيم المعاملات الضريبية والجمركية لكل من المستأجر والمؤجر (حميد، 1995، صفحة 550)؛
- يعتبر مصدرا تمويليا للمؤسسات المتعثرة ماليا والمؤسسات التي تعاني من صعوبات في الحصول على التمويل (حميد، 1995، صفحة 551).

3-3 مبررات التمويل بالاستئجار:

تلجأ المؤسسة للتمويل بالاستئجار في الحالات التالية:

- مقابلة الاحتياجات المؤقتة (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 239)؛
- عدم توفر السيولة الكافية لشراء الأصول الرأسمالية؛

–انخفاض تكلفة الاستئجار؛

– عدم الرغبة في امتلاك الأصل الرأسمالي (الزغبي، 2000، صفحة 104)؛

– تعرض الأصل الرأسمالي للتغير التكنولوجي والفني السريع (حميد، 1995، صفحة 552)؛

– محدودية أسواق الاقتراض طويل الأجل، أي القروض المناسبة لاقتناء الأصول الرأسمالية؛

– ضعف المركز المالي للمؤسسة أو اختلال هيكلها المالي، ما يؤثر في قدرتها على الاقتراض من أجل شراء الأصول الرأسمالية (حميد، 1995، صفحة 550).

3–4 أشكال التمويل بالاستئجار:

توجد عدة أشكال للتمويل عن طريق الاستئجار هي:

3–4–1 الاستئجار المالي (القرض الإيجاري) Financial Leases: تختار المؤسسة الأصل الذي ترغب في استخدامه وتقوم بالتفاوض مع بائعه على قيمة شرائه وشروط تسليمه، ثم تتفق مع مؤسسة مالية على أن تشتري هذه الأخيرة هذا الأصل من المورد وتقوم بتأجيره مباشرة للمؤسسة مقابل دفعات إيجار متساوية وعلى فترات متتالية، حيث يساوي مجموع الدفعات قيمة شراء الأصل إضافة إلى عائد معين للمؤسسة المالية كمؤجر.

يمكن للمؤسسة تجديد عقد الاستئجار بعد انتهاء صلاحيته بإيجار منخفض، لكن لا يمكنها إلغاء العقد الأساسي قبل أن تدفع جميع التزاماتها (قيمة شراء الأصل مع العائد) (عبد العزيز، 1997، الصفحات 183–184).

3–4–2 الاستئجار المرتبط جزئيا برافعة مالية: بعدما تقوم المؤسسة (المستأجر) بتحديد الأصل الذي ترغب في استخدامه، يقوم المؤجر بشراء هذا الأصل، حيث يموّل جزء منه من أمواله الخاصة والجزء الباقي عن طريق قرض من مؤسسة مالية أو أي جهة أخرى، وذلك برهن الأصل المشترى (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 389).

3–4–3 البيع ثم الاستئجار Sale and Leaseback: يمكن للمؤسسة الحصول على موارد مالية عن طريق بيعها جزءا من أصولها الثابتة لمؤسسة مالية، واستئجار ذلك الأصل المباع مباشرة لمدة زمنية محددة وبشروط خاصة. ويعتبر البيع بالاستئجار نوعا خاصا من الاستئجار المالي، يختلف فقط من ناحية مصدر الأصل المستأجر والذي يكون هو المقترض والبائع في نفس الوقت (الحسناوي، بدون سنة، صفحة 44).

3-4-4 استئجار الخدمة (الاستئجار التشغيلي) Operating Leases: يشمل هذا النوع خدمات التمويل والصيانة، ويكون للمؤجر والمستأجر الحق في إلغاء العقد أو فسخه قبل انتهاء مدته الأساسية، والتي تقل كثيرا عن العمر الإنتاجي للأصل، وتعتبر هذه الميزة مهمة للمستأجر حيث يكون باستطاعته استبدال الأصل المؤجر بأصول حديثة التكنولوجيا وقت ظهورها (يوسف، 2012، صفحة 271).

3-5 العوامل المؤثرة في قرارات الاستئجار:

توجد العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر في قرارات الاستئجار، يجب أخذها بعين الاعتبار وتتمثل في:

- **الضريبة:** وتعتبر من أهم هذه العوامل حيث تستفيد المؤسسة من خصم أقساط الإيجار عند تحديد الوعاء الضريبي؛
- **السيولة:** حيث يقوم المستأجر بتسديد أقساط الاستئجار من النقد المتحقّق من العمليات التشغيلية بدلا من تجميد السيولة المتاحة دفعة واحدة في شراء الأصل؛
- **الضمان:** فعادة ما يكون الأصل المستأجر نفسه هو الضمان، على خلاف الاقتراض من البنك الذي يتطلب ضمانات أكثر (يوسف، 2012، صفحة 272)؛
- **أسعار الفائدة:** فغالبا ما تكون أسعار الفائدة على الاستئجار أقل من أسعار الفائدة على الاقتراض؛
- **المركز الائتماني:** إذ يزيد الاستئجار من قدرة المؤسسة على الاقتراض؛
- **درجة المخاطرة:** حيث يتحمل المؤجر المخاطر الناجمة عن تغيّر الأصل أو بواره أو تقادمه (الزغبي، 2000، صفحة 104)؛
- **القيمة المتبقية المقدرة:** بعد انتهاء فترة الاستئجار فإنّ المؤجر هو من سيمتلك هذا الأصل، فإذا كانت القيمة المتبقية المقدرة صغيرة فإن المستأجر سيحقق ميزة مقارنة بالمؤجر والعكس صحيح (النعيمي و الخرشة، 2007، صفحة 181).

3-6 مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار:

للتمويل بالاستئجار عدة مزايا أهمّها:

- يمكّن المؤسسة المستأجرة من الحصول على تمويل كامل بنسبة 100% عكس الاقتراض، فقد لا تستطيع المؤسسة الحصول على قيمة القرض كاملة، كما أنّ الاستئجار لا تترتب عنه أيّة قيود مثل الاقتراض (خبابة، 1997، صفحة 493)؛

- غالبا ما يكون التمويل بالاستئجار أسرع من الحصول على قرض مصرفي (Meyer, 2010, p. 85)؛
- يعطي صورة معزّزة عن المركز المالي للمؤسسة، كما أنه يعرّضها لالتزامات أقل في حالة الإفلاس (خبابة، 1997، صفحة 493)؛
- يتيح تيسيرا ضريبيا للمؤجر والمستأجر أفضل ممّا يتيحه شراء الأصول، خاصة في اختيار طريقة حساب أقساط الاهتلاك السنوية للأصل المؤجر (حميد، 1995، صفحة 550)؛
- التأمين ضد المخاطر التكنولوجية إذا كان العقد ينص على تبديل الأصل في حالة حدوث تغيير تكنولوجي مهم (Delahaye & Delahaye, 2007, p. 376)؛
- يساعد على التنويع في مصادر تمويل المؤسسة دون التأثير في قدرتها على الاقتراض، وذلك لاعتباره تمويل عيني وليس نقدي، مع توفير التمويل المطلوب للاستثمارات الجديدة (حميد، 1995، صفحة 553)؛
- يمكّن المؤسسة من الحصول على منافع الأصل الرأسمالي دون امتلاكه (الزغبي، 2000، صفحة 104)؛
- مسايرة التطور التكنولوجي والفني في الصناعة دون تقييد جزء ملموس من الموارد المالية للمؤسسة في الاستثمار الرأسمالي، بالإضافة إلى تجنب المزيد من التكاليف المالية المتعلقة بالاقتراض طويل الأجل (حميد، 1995، صفحة 551)؛
- دفعات الإيجار تخصم من الوعاء الضريبي وبالتالي تحقق للمؤسسة وفورات ضريبية، أمّا بالنسبة للاقتراض فيتم خصم الفوائد فقط (Vizzavona, 1999, p. 399).

وكباقي مصادر التمويل الأخرى فإنّ التمويل بالاستئجار لا يخلو من العيوب، وتتمثل أهم عيوبه فيما يلي:

- عواقب عدم القدرة على الدفع؛
- القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر، بالإضافة إلى خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل بعد انتهاء مدة الإيجار؛
- تحمل المؤسسة المستأجرة لضرائب مبيعات مضاعفة، المرة الأولى عند قيام المؤجر بشراء الأصل، والمرة الثانية عند استئجاره (النعيمي و الخرشة، 2007، صفحة 180)؛
- التكلفة المترتبة على الاستئجار عادة ما تكون أعلى من تكلفة الاقتراض؛

- لا يسمح للمؤسسة المستأجرة بإدخال أي تحسينات على الأصول التي تم استئجارها؛
- قد تستمر المؤسسة في تسديد دفعات الإيجار دون استفادتها من الأصول المستأجرة، كون الأصل المستأجر أصبح غير صالح للاستعمال مثل الحواسيب والمعدات الالكترونية (خبابة، 1997، صفحة 494).

لضمان اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة باختيار أنسب مصادر التمويل من بين المصادر المتاحة، يجب أن تتوفر للمؤسسة القدرات الكافية لتقييم أثر استخدام هذه المصادر في قيمة المؤسسة، وأن تكون ملمّة بجميع المصادر المتاحة من حيث طبيعة كل مصدر، مزايا وعيوب استخدامه، تكلفته، إمكانية الحصول عليه، والإجراءات اللازمة لذلك.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل في المؤسسة

يتوقع المستثمرون في المؤسسة الحصول على مقابل أو مكافأة نتيجة استخدام أموالهم، وهذا المقابل يكون في شكل فائدة على الديون، وفي شكل أرباح على الأسهم، أمّا بالنسبة للمؤسسة فمقابل استخدام هذه الأموال يشكّل ما يعرف بتكلفة التمويل. ممّا يجعل لتكلفة التمويل خاصّيتين أساسيتين، فهي تبيّن المكافأة والتكلفة المتوقّعة، وهما وجهان لعملة واحدة، ففي حالة شراء مستثمر لسهم مؤسسة معينة فهو يتوقع الحصول على حد أدنى من العائد، هذا الأخير يساوي تكلفة التمويل لهذه المؤسسة (حنفي ع.، 2003، صفحة 95).

المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل

اختلفت آراء المختصين في الاقتصاد والمحاسبة والمالية حول تحديد مفهوم تكلفة التمويل، فقد تمثلت من وجهة نظر الاقتصاديين في شكل العائد على الأموال المستخدمة. أما المحاسبون فلطالما اعتقدوا أن الديون فقط هي النوع الوحيد من الأموال الذي يحمّل المؤسسة تكلفة، حيث كانوا ينظرون إلى حقوق الملكية على أنّها أموالا مجّانية بدون تكلفة، لكن أخيرا بدأ اهتمامهم يتعزّز بتكلفة التمويل. أمّا الماليّين فكانت تمثل من وجهة نظرهم حجر الزاوية في اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار وتركيبة الهيكل المالي، واستندوا في تحديدها على البعدين الاقتصادي والمحاسبي (الآغا، 2005، الصفحات 58-59).

1-مفهوم تكلفة التمويل:

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي، والذي يتضمن الديون طويلة وقصيرة الأجل، وحقوق الملكية المتكوّنة من (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة) (هندي، 2003، صفحة 574).

وتعرف على أنّها العائد الذي يجب أن تحقّقه المؤسسة من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من قبل المساهمين فيها، آخذة بعين الاعتبار التزامات الأطراف الأخرى كالدائنين ونفقات إصدار الأسهم والسندات (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 409).

وهي تمثّل الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله (حنفي ع.، 2005، صفحة 269)، فالاستثمار الذي لا يولّد عائدا يساوي على الأقل تكلفة تمويله ينبغي رفضه، لأن قبوله يؤثر سلبا على ثروة الملاك ممّا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية (هندي، 2003، صفحة 573).

كما تعرف على أنّها معدل العائد المطلوب للحفاظ على القيمة السوقية للمؤسسة أو الحفاظ على أسعار أسهمها (عبد الله، 2015، صفحة 100).

وعرفّت أيضا بأنّها تكلفة الفرصة لاستخدام الأموال في مشاريع رأسمالية (خيري، 2019، صفحة 65).

من خلال التعاريف السابقة نجد أنّ تكلفة التمويل هي تكلفة المزيج المكوّن للهيكل المالي للمؤسسة، وهي الحد الأدنى من العائد المطلوب من طرف المساهمين، والذي يعتبر شرطا أساسيا لقبول الفرص الاستثمارية، والحفاظ على السعر السوقي لأسهم المؤسسة، وبالتالي الحفاظ على قيمتها في السوق.

يجب على المؤسسة محاولة التقليل من تكلفة التمويل، ممّا يعني خفض مستوى مخاطرها لأنّ تكلفة التمويل هي تعبير عن مستوى المخاطرة التي تتحمّلها المؤسسة، وهذا المستوى من المخاطر يحدّد العائد المطلوب من طرف المساهمين والدائنين، فكلّما زادت المخاطر زاد معدل العائد المطلوب وبالتالي تزداد تكلفة التمويل والعكس صحيح (Delahaye & Delahaye, 2007, p. 317).

وكما أشرنا سابقا إلى الاختلاف بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، يجب أن نميّز الآن بين تكلفة التمويل Cost of Financing، وتكلفة رأس المال Cost of Capital، حيث تمثل تكلفة التمويل تكلفة المزيج من مصادر التمويل الذي يشكل الهيكل المالي ككل، أي أنّها تمثل تكلفة الهيكل المالي، بينما تمثل تكلفة رأس المال تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط أي أنّها تمثل تكلفة هيكل رأس المال (قريني و بورديمة، 2022، صفحة 1020).

2- مفاهيم مختلفة حول تكلفة التمويل:

هناك مفاهيم متعدّدة حول تكلفة التمويل أهمّها:

2-1 التكلفة التاريخية والتكلفة المستقبلية Future and Historical Cost:

التكلفة التاريخية هي التكلفة التي تم الحصول بها على التمويل في الماضي، أما التكلفة المستقبلية فهي تكلفة الأموال التي تعتزم المؤسسة تكوينها (بوحدرة، 2012، صفحة 24)، ويمكن الاعتماد على التكلفة التاريخية في تقدير التكلفة المستقبلية، والتي يتم اتخاذ القرار الاستثماري بناء عليها (اللحام، نور، كافي، و القضاه، 2016، صفحة 328).

2-2 التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة Specific and Combined Cost:

التكلفة النوعية هي تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدة، والتكلفة المشتركة هي تكلفة جميع مصادر التمويل مرجحة بالأوزان (بوحدرة، 2012، صفحة 24).

3-2 التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية Average and Marginal Cost:

التكلفة المتوسطة هي عبارة عن المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من عناصر الهيكل المالي، والتكلفة الحدية هي التكلفة المتوسطة للأموال الإضافية أو الجديدة التي تحصل عليها المؤسسة (عبد العزيز، 1997، صفحة 294)، حيث تمثل التكلفة الحدية لأي عنصر تكلفة الوحدة الإضافية من هذا العنصر، وترتفع هذه التكلفة مع تزايد حجم الأموال الجديدة التي تحصل عليها المؤسسة خلال فترة محددة (اندراوس، 2006، صفحة 421).

4-2 التكلفة الظاهرة والتكلفة الضمنية Explicit and Implicit Cost:

التكلفة الظاهرة هي معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين مبلغ القرض وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية والمبلغ الأساسي للقرض المسدد في نهاية المدة (الآغا، 2005، صفحة 65)، أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة وهي معدل العائد على أفضل فرصة استثمارية للمؤسسة ومساهميها (عبد العزيز، 1997، صفحة 296).

5-2 التكلفة الحقيقية:

هي التكلفة الفعلية التي تتحمّلها المؤسسة بعد الاستفادة من الوفر الضريبي (الآغا، 2005، صفحة 65).

3- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل:

تكلفة التمويل هي نسبة تتجاوب مع التغيرات التي تحصل في العوامل الاقتصادية (عوامل عامة)، وفي العوامل التي تتعلق بالمؤسسة نفسها (عوامل خاصة)، وتفاوت المؤسسات من حيث درجة تأثّرها بهذه العوامل يؤدي إلى تفاوتها في تكلفة تمويلها، فهناك مؤسسات ذات تكلفة تمويل مرتفعة، وأخرى ذات تكلفة تمويل منخفضة، ويعتمد هذا التفاوت على درجة المخاطرة التي تتعرض لها هذه المؤسسات (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 367)، كما تتأثر تكلفة التمويل بالقرار الذي يحدد الخليط المكون للهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه (هندي، 2003، صفحة 574).

3-1 العوامل العامة:

هي عوامل خارجية لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها والسيطرة عليها، وإنّما تعمل فقط على التّخفيف من حدّتها والتّقليل من آثارها السلبية واستغلالها بأفضل طريقة ممكنة لتحقيق أهدافها، وأهم هذه العوامل ما يلي:

3-1-1 أسعار الفائدة: تؤثر أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني على تكلفة التمويل، فارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة التي تدفع للدائنين (مقرضين وحملة السندات) ممّا يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، والعكس صحيح، ولا يكون تأثيرها على تكلفة الديون فقط بل إنّها تؤثر أيضا على تكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة طبقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (اندراوس، 2006، صفحة 425).

3-1-2 معدلات الضرائب: تتحدد معدلات الضرائب بموجب تشريعات ضريبية خارجة عن سيطرة المؤسسة، يتم أخذ الضريبة بعين الاعتبار عند حساب تكلفة الديون، ممّا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل بالدين، كما تؤثر على تكلفة حقوق الملكية، فمثلا إذا قررت الحكومة تخفيض معدلات الضرائب على الأرباح الرأسمالية، فإن هذا يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأسهم ممّا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة، وهذا من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل ومن ثم على التكلفة الوسطية المرجحة (خيري، 2019، صفحة 67).

3-2 العوامل الخاصة:

هي عوامل خاصة بالمؤسسة نفسها، حيث يمكن للمؤسسة التحكم فيها والسيطرة عليها وتتمثل فيما يلي:

3-2-1 سياسة التوزيعات: تقوم المؤسسة بتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين وتحتفظ بالباقي، حيث يمثل الرصيد المتراكم من الأرباح غير الموزعة الأرباح المحتجزة، وانخفاض نسبة هذه الأخيرة يؤدي إلى عجز المؤسسة عن تمويل استثماراتها ذاتيا، فتضطر إلى اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل والعكس صحيح، لكن دون المغالاة في احتجاز الأرباح فقد يؤثر ذلك سلبا على المؤسسة (بوحدرة، 2012، صفحة 26).

3-2-2 السياسة الاستثمارية للمؤسسة: تستخدم معدلات العائد المطلوب على الأسهم والسندات في تقدير تكلفة التمويل، وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة، ومن المفترض أن تستثمر المؤسسة الأموال الإضافية الجديدة في أصول مماثلة لأصولها الحالية وبنفس

درجة الخطر المصاحبة لها، أمّا إذا غيّرت المؤسسة سياستها الاستثمارية وتوجهت للاستثمار في أصول مختلفة عن أصولها الحالية، فإنّ تكلفة التمويل ستتغير نتيجة تباين مستويات الخطر بين أنواع الاستثمار المختلفة (خيري، 2019، صفحة 68).

3-2-3 مخاطر الهيكل المالي للمؤسسة: تتوقف تكلفة التمويل على درجة المخاطر التي يتعرض لها كل مصدر من مصادر التمويل، حيث تتفاوت هذه المصادر من حيث المخاطرة، فالدائنون أقل تعرضا للمخاطر لما لهم من حق في الحصول على الفوائد الدورية سواء حقّقت المؤسسة أرباحا أم لا، كما أنّ لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية والإفلاس. ثم يأتي حملة الأسهم الممتازة فهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين وأقل مقارنة بحملة الأسهم العادية لتقدمهم عليهم في الحصول على الأرباح إذا ما تقرر توزيعها، وكذلك الحصول على المستحقات في حالة التصفية والإفلاس، هذا ما يجعل الديون أقل المصادر تكلفة، تأتي بعدها الأسهم الممتازة، أمّا الأسهم العادية فتكون الأكثر تكلفة (هندي، 2003، صفحة 576).

3-2-4 قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي: قرار المؤسسة بتغيير هيكلها المالي من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فبما أن تكلفة الديون بعد الضريبة أقل من تكلفة حقوق الملكية، فإنّ قرار المؤسسة باستخدام المزيد من الديون والأقل من الأسهم العادية سيغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل في الهيكل المالي بما يجعل التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل تنخفض، إلّا أنّ الزيادة في الاعتماد على الديون على حساب حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بالهيكل المالي، وهذا ما يجعل تكلفة التمويل ترتفع مجدّدا (خيري، 2019، صفحة 68).

3-2-5 حجم التمويل: يؤثر حجم التمويل المطلوب من طرف المؤسسة على تكلفة التمويل، فارتفاع الاحتياجات التمويلية يؤدي إلى ارتفاع هذه الأخيرة، وذلك راجع لعدة أسباب منها زيادة حجم الإصدارات والتي تتبعها زيادة تكلفة الإصدار، كما أنّه في بعض الأحيان يصعب بيع هذه الإصدارات إلّا من خلال تخفيض سعر بيعها، وأيضا عدم تناسب حجم التمويل المطلوب مع حجم المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 410).

المطلب الثاني: أهمية وافتراضات حساب تكلفة التمويل

يتم تقدير تكلفة التمويل بغرض تقييم الفرص الاستثمارية، وهي تختلف من فرصة استثمارية إلى أخرى، لأنها تتوقف على طبيعة ونوعية الاستثمار المراد تنفيذه. كما أنّها تلعب دورا هامّا في مجال التمويل.

1- أهمية حساب تكلفة التمويل:

لحساب تكلفة التمويل أهمية بالغة يمكن إجمالها فيما يلي:

- دراسة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة يمّكن المدير المالي من الوصول إلى القرار المناسب حول استخدام مصدر تمويلي دون آخر (العامري، 2013، صفحة 342)، إذ أنّ تكلفة التمويل تعدّ عنصرا أساسيّا في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على الأموال (قدوج و مليكاوي، 2019، صفحة 107)؛

- اتخاذ تكلفة التمويل كمعيار لتحديد سياسة الاستثمار والتمويل وتقييم الأداء يعدّ ضروريّا لجميع المؤسسات، فهي ترشد المؤسسة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد (العامري، 2013، صفحة 341)؛

- تستخدم تكلفة التمويل كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية، فالمقترح الاستثماري الذي لا يحقّق عائدا متوقعا يساوي على الأقل تكلفة تمويله لا يمكن قبوله (الزبيدي، 2008، صفحة 495)؛

- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير كبير على المؤسسة، وإعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقدير تكلفة التمويل (العارضي، 2013، صفحة 349)؛

- تعتبر عاملا رئيسا في قرارات الاستئجار والشراء، والقرارات المتعلقة باسترداد السندات، وأيضا القرارات المرتبطة بنسب مساهمة الديون في تكوين الهيكل المالي (عباس، 2008، صفحة 163)؛

- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستوجب أن تكون تكلفة جميع مدخلات المؤسسة ومن بينها الأموال في حدودها الدنيا، وتخفيض تكلفة التمويل يتطلب حسابها (الزبيدي، 2008، الصفحات 495-496)؛

- يتم تحديد قيمة المؤسسة على أساس التدفقات المستقبلية المخصومة بتكلفة التمويل (Delahaye & Delahaye, 2007, p. 317)؛

- تعتبر تكلفة التمويل معيارا هاما لتقييم الأداء المالي وقياس فاعلية استخدام الأموال (الآغا، 2005، صفحة 58).

2- افتراضات حساب تكلفة التمويل:

بسبب تأثّر تكلفة التمويل بالعديد من العوامل لا بدّ من وضع بعض الافتراضات الخاصة، والتي تتعلق بتكلفة التمويل وكل من المخاطرة والضرائب من أجل تبسيط عملية حسابها في عالم مليء بالمتغيرات التي تجعل من عملية اتخاذ القرار في غاية الصعوبة. وتتمثل هذه الافتراضات فيما يلي:

2-1 ثبات مخاطر العمليات:

يقصد بها المخاطر المتعلقة بعدم قدرة المؤسسة على تغطية تكاليفها التشغيلية، وسيفترض ثبات هذا النوع من المخاطر، وهذا يعني أنّ قبول المؤسسة لأي مشروع لا يؤثر على قدرتها على تغطية التكاليف التشغيلية (حداد، 2010، صفحة 233).

2-2 ثبات المخاطر المالية:

هي المخاطر المتعلقة بعدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية المتمثلة في (الفوائد، توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، دفعات الإيجار)، وسيفترض أيضا ثبات هذا النوع من المخاطر، بما يعني أنّ المؤسسة قادرة على سداد التزاماتها المالية (حداد، 2010، صفحة 233).

2-3 ثبات سياسة توزيع الأرباح:

سيتم افتراض أنّ الأرباح الموزعة تزداد سنويا بمعدل نمو ثابت، وأنّ معدل نموّها هو دالة في إيرادات المؤسسة ومقدرتها الربحية.

2-4 تكلفة رأس المال على أساس ما بعد الضريبة:

عند تقييم المشروعات الاستثمارية يتم حساب التدفقات النقدية على أساس ما بعد الضريبة، وبالتالي حساب تكلفة التمويل على أساس ما بعد الضريبة أخذا بعين الاعتبار أنّ هناك عنصر من تكلفة التمويل يحتاج إلى تعديل للضريبة وهو تكلفة الديون (السهلاوي و عبد الله، 2017، صفحة 411).

المطلب الثالث: حساب تكلفة التمويل

يقتضي حساب تكلفة التمويل الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي للمؤسسة، أي تكلفة التمويل من المصادر طويلة وقصيرة الأجل، والجدير بالذكر أنّ الاستثمارات الرأسمالية يتم تمويلها من المصادر طويلة الأجل فقط، وبما أنّنا بصدد تقدير تكلفة التمويل التي تستخدم كمعيار أساسي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسمالية، يجب علينا التركيز على تكلفة هيكل رأس المال والمتكون من الأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، بالإضافة إلى الديون

طويلة الأجل وليس على تكلفة الهيكل المالي ككل (الحناوي، مصطفى ، و الصيفي، 2007، صفحة 296).

ويشير (Steverson,1980) إلى أنّ عملية حساب تكلفة التمويل من أحد الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية، فهي تعتمد على التخمين والتقدير، وعموما فإنّ الاهتمام لحساب تكلفة التمويل ينحصر في مصادر التمويل طويلة الأجل فقط على اعتبار أنّها المصادر الرئيسية للعمليات الاستثمارية.

وفي ضوء الاتجاه العلمي السائد، ونظرا لصعوبة حساب تكلفة التمويل قصير الأجل سينحصر حساب تكلفة التمويل في المصادر طويلة الأجل فقط.

إنّ تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل تختلف عن تكلفة غيرها، لهذا فمن الخطورة أن نعتبر تكلفة مصدر تمويلي واحد هي تكلفة التمويل لاستثمار رأسمالي مقترح، بل يقتضي الأمر تقدير تكلفة التمويل لكل مصدر للوصول إلى رقم واحد يعبر عن تكلفة التمويل للمؤسسة ككل (الحناوي و مصطفى، 2008، الصفحات 286-287).

1- حساب تكلفة التمويل بحقوق الملكية Cost of Equity Financing:

تتسم عملية تحديد تكلفة حقوق الملكية بصعوبة وتعقيد بالغين الأهمية، من جهة لخصوصيتها ومن جهة أخرى لصعوبة تقدير تكلفتها، وتكمن هذه الصعوبة والتعقيد في عدم وجود أسلوب مباشر تستطيع من خلاله المؤسسة أن تحدّد معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين والذي يمثل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمارات مماثلة متساوية الخطر(الزبيدي، 2008، الصفحات 501-502).

1-1 تكلفة الأسهم العادية:

تتمثل تكلفة الأسهم العادية في الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات المموّلة بالأسهم العادية للحفاظ على القيمة السوقية للسهم العادي (عبد العزيز، 1997، صفحة 304).

وقد عرّفها Pratt (2002) بأنّها معدل العائد المتوقع الذي يطلبه السوق لجذب الأموال من أجل تمويل استثمار معين (Obiedallah, 2021, p. 55).

وهناك أربع نماذج تستخدم لحساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية هي:

1-1-1 طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية: تتمثل تكلفة الأسهم العادية حسب هذا النموذج في معدل الخصم الذي يستخدم لحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع توزيعها في المستقبل

من طرف المؤسسة، ويفترض هذا النموذج أنّ الأرباح التي سوف تقوم المؤسسة بتوزيعها في السنوات القادمة ستنمو بنسبة ثابتة، وهذا ما يتطلب تحديد الأرباح المتوقع توزيعها من طرف المؤسسة بعد نهاية المدة الأولى فقط.

وتحسب تكلفة الأسهم العادية بموجب هذا النموذج حسب المعادلة التالية (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 372):

$$Ke = \frac{D1}{NP} + g$$

$$NP = P_0 (1-F)$$

حيث:

Ke: تكلفة السهم العادي؛

D_1: العائد المتوقع من السهم (توزيعات الأرباح المتوقعة على السهم)؛

NP: صافي سعر السهم؛

P_0: السعر السوقي للسهم؛

F: تكلفة الإصدار؛

g: معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح.

هناك صعوبات تواجه تطبيق هذا النموذج أهمّها (اندراوس، 2006، صفحة 416):

- صعوبة تحديد العائد المتوقع من السهم (توزيعات الأرباح المتوقعة)؛
- صعوبة تحديد معدل النمو المتوقع لهذه التوزيعات.

1-1-2 طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم: تقيس هذه الطريقة تكلفة التمويل بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد على أساس أنّ تكلفة التمويل ترتبط بالمبالغ الموزّعة من الأرباح على المساهمين وبالأرباح التي تحتجزها المؤسسة لإعادة استخدامها في الاستثمارات الجديدة التي سترفع من قيمة المؤسسة ومن ربحيّتها. ويتم حسابها بالطريقة التالية (آل شبيب، 2009، الصفحات 318-319):

$$Ke = \frac{EPS}{NP}$$

$$NP = P_0 - (F + D)$$

حيث:

EPS: الأرباح الحالية للسهم الواحد؛

NP: القيمة الصافية للسهم؛

P_0: سعر بيع السهم؛

F: تكلفة الإصدار؛

D: تكلفة الخصم.

3-1-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: يأخذ هذا النموذج العلاقة بين العائد والمخاطرة بعين الاعتبار، حيث يعتمد على المخاطر السوقية المقاسة بمعامل بيتا عند حسابه لتكلفة الأسهم العادية (معدل العائد المطلوب)، وبالتالي فإنّ التكلفة المحسوبة بموجبه تكون أكثر موضوعية (العامري، 2010، الصفحات 286-287).

وفق هذا النموذج تحسب تكلفة الأسهم العادية كما يلي (Levy & Sarnat, 1986, p. 354):

$$Ke = Ex_i = r + (Ex_m - r)\,ß_i$$

حيث:

Ex_i: معدل العائد المتوقع

r: معدل العائد الخالي من المخاطرة (المعدل على سندات الخزينة)

$(Ex_m - r)$: علاوة مخاطر السوق (عائد السوق المتوقع نطرح منه معدل العائد الخالي من المخاطرة) (بريجهام و إيرهاردت، 2009، صفحة 477)

$ß_i$: معامل المخاطر النظامية (معامل بيتا)

علما أنّ (Levy & Sarnat, 1986, p. 358):

$$ß_i = \frac{cov(xi,xm)}{Var(xm)}$$

$Cov(x_i, x_m)$: التباين المزدوج بين عائد الأسهم وعائد السوق؛

$Var(x_m) = §_m^2$: تباين عائد السوق.

بالرغم من أنّ هذا النموذج يمكن أن يعطي تقديرات دقيقة لتكلفة الأسهم العادية، إلّا أنّ هناك مشاكل وصعوبات تواجه تطبيقه أهمها:

- وجود صعوبة في تقدير معامل بيتا؛
- صعوبة تقدير علاوة مخاطر السوق؛
- هناك جدل قائم حول اختيار معدل العائد الخالي من المخاطرة، هل يتم اختياره على أساس معدل الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل، أو على أساس معدل الفائدة على أذونات الخزانة (قصيرة الأجل) (اندراوس، 2006، صفحة 415).

1-1-4 طريقة معدل العائد على السندات مضافا إليه علاوة الخطر: يتم حساب تكلفة الأسهم العادية (معدل العائد المطلوب) وفق هذه الطريقة بتحديد علاوة خطر تتراوح ما بين 3% و5%، تضاف إلى معدل الفائدة المدفوع على قروض المؤسسة طويلة الأجل أو سنداتها. حيث يخضع تحديد هذه العلاوة لاعتبارات تقديرية، وعليه فإنّ تقدير تكلفة الأسهم العادية وفق هذه الطريقة يخضع لاعتبارات التقدير الشخصي، لذلك فمن المحتمل أن يكون التقدير وفق هذه الطريقة غير دقيق (اندراوس، 2006، صفحة 415).

1-2 تكلفة الأسهم الممتازة:

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنّها معدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المموّلة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يتمكّن من الاحتفاظ بالإيرادات المحقّقة لحملة الأسهم العادية دون تغيير (عبد العزيز، 1997، صفحة 301).

وهذا المعدل هو عبارة عن توزيعات الأرباح للسهم الممتاز مقسومة على صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذا السهم.

ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية (الحناوي، مصطفى، و العبد، 2003، صفحة 198):

$$Kps = \frac{DPS}{NP}$$

حيث:

Kps: تكلفة الأسهم الممتازة؛

DPS: الأرباح الموزعة على السهم الواحد؛

NP: صافي سعر السهم.

1-3 تكلفة الأرباح المحتجزة:

إنّ تكلفة الأرباح المحتجزة ليست واضحة تماما، والكثير من المؤسسات تعتبر الأرباح المحتجزة بدون تكلفة من الناحية العملية، فتصبح إعادة استثمار الأرباح السنوية سياسة مقبولة رغم أنّ المبلغ المعاد استثماره قد لا تكون له أية علاقة مع العائد المتوقع على الفرص الاستثمارية من سنة لأخرى، إلّا أن الأرباح المحتجزة لها تكلفة مثل أي مصدر آخر من مصادر التمويل (سويلم، 1997، صفحة 446)، وهي تعادل معدل العائد المطلوب من طرف المساهم العادي. فعندما تتخذ إدارة المؤسسة قرار احتجاز الأرباح فهي بذلك تحجب عن المساهم العادي فرصة استثمار تلك الأموال بنفسه، وبالتالي على إدارة المؤسسة استثمار هذه الأرباح وتحقيق ربح صافي يعادل على الأقل معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين، وبذلك فهي تمثل تكلفة الفرصة البديلة (عبد الرحيم، 2008، الصفحات 24-25). علاوة على ذلك فالأرباح المحتجزة لو استخدمت بطريقة غير جيدة فإن حملة الأسهم العادية سيتحملون تكلفة حقيقية مرتفعة، لأنّ الاستخدام السيئ لها يمكن أن يخفّض من أسعار الأسهم في السوق (سويلم، 1997، صفحة 446).

تتأثر تكلفة الأرباح المحتجزة بالأرباح الموزعة على الملّاك والتي تخضع لضريبة الدخل على الأفراد، وكذلك بعمولات الوساطة التي يجب أن يدفعها الملّاك إذا أرادوا إعادة استثمار هذه الأرباح. وبالتالي تكون أقل من تكلفة الأسهم العادية. ويمكن حسابها باستخدام المعادلة التالية (الزبيدي، 2008، صفحة 506):

$$K_{RP} = Ke\ (1-t)\ (1-c)$$

حيث:

K_{RP}: تكلفة الأرباح المحتجزة؛

t: معدل ضريبة الدخل للمساهمين؛

c: معدل عمولة الوساطة.

2- حساب تكلفة التمويل بالدين والاعتبارات التي تتوقف عليها:

تتمثل تكلفة التمويل بالدين في معدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المموّلة عن طريق الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم دون تغيير (الحناوي، مصطفى، و العبد، 2003، صفحة 196).

2-1 حساب تكلفة التمويل بالدين:

تتضمن تكلفة القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل وتكلفة السندات، وتتمثل في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة، وبما أن فوائد الديون تعتبر من الأعباء التي تتضمّنها قائمة الدخل فإنّ المؤسسة تحقق وفورات ضريبية من ورائها تتمثل في مبلغ الفائدة مضروبا في معدل الضريبة، وبالتالي يكون معدل الفائدة الفعلي مساويا للمعدل قبل الضريبة مطروحا منه الوفر الضريبي (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 290).

ويتم التعبير عن تكلفة الديون بالمعادلة التالية (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 368):

$$K_d = K'_d - (K'_d \cdot t)$$
$$K_d = K'_d \cdot (1-t)$$

حيث:

K_d: تكلفة الديون بعد الضريبة (معدل الفائدة الفعلي)؛

K'_d: تكلفة الديون قبل الضريبة (معدل الفائدة الإسمي)؛

t: معدل الضريبة.

2-2 الاعتبارات التي تتوقف عليها تكلفة التمويل بالدين:

تتوقف تكلفة التمويل بالدين على مجموعة من الاعتبارات هي (عبد الرحيم، 2008، صفحة 29):

- الوضع الاقتصادي وحالة السوق المالي، حيث يؤثر ذلك على شروط التسديد والإصدار، معدلات الفائدة، والتكلفة الحقيقية للديون؛
- الوضع القانوني للمؤسسة إذ تتفاوت معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسات، خاصة بين مؤسسات القطاع العام ومؤسسات القطاع الخاص؛

– جنسية المؤسسة المصدرة للقرض، حيث يلاحظ تفاوت في معدلات الفائدة على القروض المصدرة من طرف المؤسسات الأجنبية رغم تماثل النشاط ودرجة المخاطر ؛

– حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للدين، إذ تعتبر سمعة المؤسسة مؤشرا على كفاءتها الإدارية، ممّا يؤثر على نجاح عملية الاكتتاب، وعلى معدلات الفائدة؛

– الضمانات المقدمة (عينية أو شخصية)، إذ نجد أنّ معدلات الفائدة تختلف بين القروض المكفولة والقروض غير المكفولة، حيث يقل الخطر في الأولى عن الثانية.

3– تكلفة التمويل المرجحة بالأوزان ومداخل حسابها:

بعدما تناولنا كيفية حساب تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل على حدة سنتناول الآن كيفية حساب تكلفة هيكل رأس المال ككل.

لا يمكننا استخدام المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة التمويل لأنّ مصادر التمويل غير متساوية، كما أنّ تكلفة كل مصدر تختلف عن تكلفة بقية المصادر. لذلك نستخدم المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، حيث يتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال بمنحه وزنا يمثل نسبة هذا الأخير إلى مجموع العناصر المكونة لهيكل رأس المال (الحناوي و مصطفى، 2008، صفحة 303).

3–1 مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال Weighted Average Cost of Capital:

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC)، والتي يطلق عليها أيضا تكلفة التمويل Cost of Financing ومعدل خصم الفرص الاستثمارية (Thibierge, 2012, p. 134)، هي عبارة عن المتوسط المرجح لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة، حيث يتم استخدام الأوزان التي تمثل نسبة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال إلى مجموع هذه العناصر، وبضرب وزن كل عنصر بتكلفة ذلك العنصر وجمع النتائج المتحصل عليها نصل إلى التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (اللحام، نور، كافي، و القضاه، 2016، صفحة 329).

ويتم التعبير عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال على النحو التالي (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 156):

$$\mathbf{WACC} = \sum_{i=1}^{n} \mathbf{W_i K_i}$$

حيث:

W_i: الوزن النسبي للمصدر i؛

K_i: تكلفة مصدر التمويل i؛

n: عدد مصادر التمويل.

هناك غرضين أساسيين لحساب التكلفة الوسطية المرجحة (بوحدرة، 2012، صفحة 37):

- تقييم أداء المؤسسة، عن طريق المقارنة بين التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ومعدل المردودية لفترات زمنية سابقة؛
- وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة، عن طريق التركيز على الحصول على مصادر التمويل المختلفة بأدنى تكلفة ممكنة.

3-2 مداخل حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

توجد ثلاث مداخل لحساب الأوزان النسبية لعناصر هيكل رأس المال هي:

3-2-1 مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية) Historical Weights: يقوم هذا المدخل على افتراض أنّ هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة يعتبر هيكل مثالي ومستقر، أي أنّه لا يتغير من وقت لآخر. وعلى هذا الأساس يتم حساب الأوزان طبقا للأوزان الفعلية Historical Weights لهذا الهيكل. يعني أنّ أي تمويل إضافي ترغب المؤسسة في الحصول عليه يجب أن يكون من نفس مصادر الهيكل الحالي وبنفس النسب. وهذا افتراض غير واقعي لأنّه إذا حصل تعديل في الهيكل الحالي من حيث مصادر التمويل أو من حيث النسب فسيترتب على ذلك تغيّر وعدم استقرار في تكلفة التمويل، ممّا يؤثر على فاعليتها كمعدل خصم عند تقييم الفرص الاستثمارية (الحناوي، مصطفى ، و الصيفي، 2007، صفحة 312).

3-2-2 مدخل الأوزان المستهدفة Target Weights: للتغلب على المشكل المطروح في مدخل الأوزان الفعلية تم اقتراح مدخل بديل وهو مدخل الأوزان المستهدفة Target Weights والذي يقتضي وضع هيكل رأس مال مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه مع توضيح مصادر التمويل التي ستعتمد

عليها والوزن النسبي لكل مصدر، وتتميز التكلفة المحسوبة على أساس هذا المدخل بأنّها ثابتة لا تتغير إلّا بتغير القرار الذي يحدد هيكل رأس المال المستهدف، سواء كان الهيكل المستهدف يماثل الهيكل الفعلي للمؤسسة أم لا (حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 449).

يترتب عن هذا الثبات آثارا سيئة، فعندما تكون أوزان العناصر الفعلية ذات التكلفة المرتفعة تفوق مثيلتها في هيكل رأس المال المستهدف فإنّ تكلفة التمويل المحسوبة باستخدام هذا المدخل ستكون أقل من تكلفة التمويل الفعلية، وقد يترتب عن ذلك قبول فرص استثمارية كان يجب رفضها، ممّا يترك آثارا سلبية على ثروة الملاك. ويحدث ذلك عندما يكون معدل العائد المتوقع على الفرصة الاستثمارية أكبر من تكلفة التمويل المحسوبة بالأوزان المستهدفة، ولكنّه أقل من التكلفة الفعلية (بوراس، 2008، صفحة 94).

3-2-3 مدخل الأوزان الحدية Marginal Weights: في ظل هذا المدخل يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال على أساس أوزان عناصر هيكل رأس المال الذي يستخدم فعلا في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة (خبابة، 1997، صفحة 540)، بمعنى أنّ تكلفة التمويل سوف تتغير من فرصة استثمارية إلى أخرى، وذلك بتغير المصادر المستخدمة أو تغيّر أوزانها. يتّصف هذا المدخل بأنّه مدخل واقعي، إلّا أنّ استخدامه لتقييم الفرص الاستثمارية يمكن أن يترتب عليه تأثير سلبي على ثروة الملاك في المدى الطويل (هندي ، 1998، الصفحات 90-91).

من المعروف أنّ تكلفة التمويل التي تستخدم كمعدل للخصم هي الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، أي تكلفة الأموال التي استخدمت في تمويله. ومن ثم فإنّ تكلفة التمويل التي تعكس الحد الأدنى لهذا العائد ما هي إلّا المتوسط المرجح للتكلفة الحدية، وهذا يتطلب أن تكون تشكيلة الأموال (من حيث المكونات ومن حيث النسب) المستخدمة في تمويل الفرص الاستثمارية مماثلة للتشكيلة التي يتكون منها هيكل رأس المال للمؤسسة سواء المستهدف أو الفعلي. وهنا نشير إلى أنّ الأسلوب الأكثر استخداما هو الاعتماد على هيكل رأس المال الفعلي على أنّه هيكل مثالي (الحناوي و مصطفى، 2008، الصفحات 304-305).

إنّ الاعتماد على هيكل رأس المال الفعلي في حساب الاوزان للأموال الإضافية لا يعني ثبات التكلفة الحدية المحسوبة على هذا الأساس، فكلّما زادت الموارد المطلوبة ارتفعت تكلفة التمويل. فزيادة الأموال التي تطلبها المؤسسة يترتب عليها زيادة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، ومن هنا

نجد أنّ المؤسسة لا يمكنها الحصول على أموال إضافية إلّا إذا رفعت من معدل العائد لهذه الأموال أي زيادة تكلفتها (الحناوي و قرياقص، 1996، صفحة 384).

3-3 الترجيح على أساس القيمة الدفترية والقيمة السوقية:

أيّا كان المدخل المستخدم في حساب الأوزان فإن حساب التكلفة الوسطية المرجحة يتطلب تحديد المزيج المناسب وإعطاء وزن لكل عنصر فيه بالنسبة لإجمالي العناصر، وقد يكون ذلك على أساس القيم الدفترية أو القيم السوقية، ومجموع حاصل ضرب تكلفة كل عنصر في وزنه النسبي يعطينا التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال(حنفي و قرياقص، 2000، صفحة 450).

3-3-1 الترجيح على أساس القيمة الدفترية (التاريخية): يتطلب هذا الأسلوب دراسة قائمة المركز المالي للمؤسسة لتحديد وزن كل مصدر من مصادر هيكل رأس المال، ويعتبر الأسلوب الأبسط والأسهل، إلّا أنه ينطوي على نقاط ضعف أهمّها أنّ الترجيح على أساس الأوزان الدفترية لا يتناسب مع تكلفة التمويل (تكلفة كل مصدر) والتي يتم حسابها على أساس القيم السوقية (حنفي ع.، 2005، صفحة 283)، لأنّنا عند حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال نكون بصدد حساب معدل الخصم الخاص بالفرص الاستثمارية المستقبلية، لذلك يجب أن نتطلّع نحو المستقبل وبالتالي يكون من الضروري حساب تكلفة الديون وحقوق الملكية بالقيمة السوقية وليس بالقيمة الدفترية (Thibierge, 2012, p. 135)، لذلك لا بد أن يكون الترجيح أيضا على أساس القيم السوقية، بمعنى آخر فإن معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين يعكس الأوزان بالقيم السوقية، فإذا حدث اختلاف بين القيم الدفترية والسوقية فهذا يعني حدوث خطأ في حساب تكلفة التمويل، وكذلك فإنّ الترجيح على هذا الأساس يعكس التمويل الحالي وليس المستقبلي (حنفي ع.، 2005، صفحة 285).

3-3-2 الترجيح على أساس القيمة السوقية: يختلف هذا الأسلوب عن سابقه في أنّ الأوزان يتم تحديدها على أساس القيمة السوقية، ويعتبر أكثر ملاءمة، لأنّ تكلفة كل مصدر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، وبذلك يصبح من الضّروري حساب الأوزان وفقا للقيمة السوقية، لكن يعاب عليه عدم وجود طريقة علمية دقيقة يتم بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة (هندي ا.، 2003، الصفحات 588-589).

4- صعوبات قياس تكلفة التمويل:

يواجه المدير المالي صعوبات كبيرة في قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، وكذلك في قياس التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان، ومن أهم هذه الصعوبات نذكر (النجار، 2009، صفحة 327):

- صعوبة تحديد وزن أهمية تكلفة كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال، كما أنّ أوزان الأهمية قد تختلف بالنسبة لكل نوع من التكلفة باختلاف الزمن؛

- استخدام سعر خصم ثابت لجميع مصادر التمويل في جميع سنوات التدفق النقدي ممّا قد لا يتفق عليه؛

- بعض جهات التمويل تشترط تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب ظروف التضخم العالمي وهذا يجعل حساب تكلفة التمويل مسبقا بدقة أمرا صعبا؛

- عدم توافر المعلومات الدقيقة عن مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر حتى يتمكن المدير المالي من اتخاذ القرار السليم في اختيار نوع مصدر التمويل والتكلفة المثالية له.

بناء على ما سبق فإنّ تكلفة التمويل هي التكلفة التي تتحمّلها المؤسسة نتيجة استخدامها لمصادر التمويل المختلفة لتمويل نشاطاتها، وتتوقف هذه الأخيرة على نوعية المزيج المستخدم والذي يكوّن الهيكل المالي للمؤسسة، وعلى نسبة كل عنصر فيه. لذلك ينبغي على المؤسسة الحصول على مصادر التمويل المختلفة بأفضل الشروط في حدود العائد المطلوب والتكلفة الممكن تحمّلها.

خلاصة الفصل الأول:

في ضوء ما تقدم نجد أنّ المؤسسة تحتاج للأموال للحفاظ على بقائها واستمرارها في مجال الأعمال، ولضمان استمرارية عملياتها الجارية وتغطية احتياجاتها الاستثمارية. ويتم تدبير هذه الاحتياجات من مصادر التمويل المختلفة سواء كانت ديون أو حقوق ملكية، والتي تمثّل المزيج التمويلي المكوّن لعناصر الهيكل المالي للمؤسسة.

إنّ حصول المؤسسة على مصادر التمويل المختلفة يكون وفق شروط وقيود معينة، لذلك فمن الضروري الحصول على هذه المصادر بأفضل الشروط لبناء هيكل مالي مناسب يحقّق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة، فالهيكل المالي المناسب هو محصلة التأثير بين العائد والمخاطر.

ونجد أنّ النظرية المالية ترتبط ارتباطا وثيقا بتكلفة التمويل، فالهدف الأساسي للقرارات المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة من خلال استخدام المزيج المناسب الذي يؤدي إلى تدنية التكلفة الكلية للتمويل في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة.

وهنا يظهر الارتباط والتكامل بين القرارات المالية للمؤسسة، فقرار التمويل يهدف إلى اختيار المزيج التمويلي المناسب، والذي لا يكون له أية فاعلية إلّا باختيار المزيج الاستثماري الأفضل، وذلك لأنّ قرار الاستثمار يترتب عليه تحديد معدل الخصم والذي يتمثل في التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل، وتأثيرها في تحديد المخاطر المالية المرافقة للقرار الاستثماري، وكذلك تأثير هذه المخاطر على مخاطر الأعمال الناجمة عن اتخاذه. أمّا قرار توزيع الأرباح فيحدّد الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين والجزء الذي يتم احتجازه والذي يمثل مصدرا رئيسيا لتمويل جزء لا يستهان به من الاحتياجات المالية للمؤسسة خاصة بغرض النمو والتوسع.

يجب على المؤسسة دراسة مختلف مصادر التمويل الحالية والمتوقعة، وتنمية علاقاتها مع المستثمرين والمقرضين وحاملي الأسهم والسندات بصفة دورية ومنظمة، لأنّ الاختيار المثالي لمصادر التمويل وتحجيم المخاطر المالية سوف يساعدها على تكبير محصلة أرباحها وزيادة قيمة أسهمها في السوق المالي، بما يحقّق الثقة في المؤسسة وفي أسهمها ويضمن قبول المستثمرين باحتجاز المؤسسة لجزء من أرباحهم لإعادة استثمارها، كما يضاعف من ثقة المقرضين في المؤسسة، ومن ثم ترتفع قيمتها السوقية.

الفصل الثاني

التأصيل النظري لقيمة المؤسسة وفرص نموها

تمهيد:

إنّ النظرية المالية مستوحاة من النظرية النيوكلاسيكية التي كانت تفترض أنّ الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم أرباحها. لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح انتقادات واسعة ممّا جعل النظرية المالية تتخلى عنه وتتبنى مفهوما آخر وهو تعظيم ثروة الملاك، ومن ثم تم تبني مفهوم القيمة كهدف جوهري للمؤسسة، حيث تسعى إلى تعظيمها وجعل جميع القرارات المالية تدور حولها.

وبعد الثورة المعرفية التي أثارها كل من مودكلياني وميلر سنة 1958 حول الهيكل المالي وتكلفة التمويل، أصبح الجدل قائما حول أثر تكلفة التمويل والهيكل المالي في قيمة المؤسسة. وتركزت جهود الباحثين على الاهتمام بتكلفة التمويل وكيفية تعظيم قيمة المؤسسة. وشكّلت بذلك قرارات الاستثمار وقرارات التمويل ومدى انعكاسها على ثروة الملّاك الواجهة الرئيسية للفكر المالي الحديث، وتحوّلت بعد ذلك النظرة نحو المساهمين وأثر قرارات توزيع الأرباح إلى جانب قرارات التمويل والاستثمار في قيمة المؤسسة. لاسيّما مع اختلاف فرص النمو بين المؤسسات، حيث توجد مؤسسات لديها فرص استثمارية مربحة يمكن أن تؤدي إلى نموها وتطورها، وبالتالي إلى ارتفاع قيمتها إذا ما تم اغتنامها والاستفادة منها، في حين هناك مؤسسات أخرى لديها فرص استثمارية غير مربحة يمكن أن يؤدي تنفيذها إلى تراجع المؤسسة وتدهورها، وبالتالي انخفاض قيمتها.

المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة

ظهر مفهوم القيمة في الفكر المالي على يد الاقتصادي J.B. Williams سنة 1938، حيث أكّد أنّ قيمة أي أصل تتحدد انطلاقا من قيمة التدفقات النقدية المتوقعة التي يحقّقها هذا الأصل، وترجع هذه الفكرة إلى أعمال(1907) I.Fisher الذي وضع أسس تحليل القيمة الحالية، والتي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار (رابحي، 2022، صفحة 165).

وقد قام J.B. Williams بتطوير هذا المفهوم بتحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج توزيعات الأرباح، الذي قام بتحسينه كل من M.J Gordon & E.SHAPIRO سنة 1956.

ويمكن القول أنّ أعمال كل من Fisher, Williams, & Gordon تعدّ أصل نظرية القيمة في إطار النظرية المالية، تليها أعمالModigliani & Miller سنة 1958، والتي تعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة، حيث بدأت النظرية المالية تدرس بدقة علمية أثر القرارات المالية في قيمة المؤسسة (سويسي، 2008، الصفحات 32-33).

المطلب الأول: تقييم المؤسسة

لقد ساهمت النظرية المالية في ظهور نظرية خاصة بقيمة المؤسسة تعرف باسم "نظرية التقييم"، والتي تعتبر من بين أهم النظريات التي درستها النظرية المالية لارتباطها الكبير بمختلف النظريات الأخرى. إذ تجسّد عملية التقييم خلاصة مجمل القرارات المالية التي تضمّنها الفصل السابق، وينطوي مفهوم التقييم على تقدير قيمة المؤسسة والتي تعد الهدف الرئيس للإدارة المالية.

1- مفهوم التقييم ودوافعه:

تعد عملية التقييم وسيلة للوقوف على قيمة المؤسسة لدوافع مختلفة.

1-1 مفهوم التقييم:

يعرف التقييم على أنّه عملية تحليلية يقوم بها شخص متخصّص يمتلك مجموعة من الخبرات الفنية في الجانب المالي، المحاسبي، الجبائي، والقانوني. وتتمثل هذه العملية في تحديد قيمة شيء محدد خلال فترة زمنية معينة (بن سعد، 2016، صفحة 56).

كما يعرف بأنّه الوصول إلى تحديد السعر أو بشكل أبسط إلى تقدير منطقة التفاوض بين البائع والمشتري (بكاري، 2010، صفحة 14).

وعرّف أيضا بأنّه تقدير القيمة الحالية للأرباح الحالية والمستقبلية للمؤسسة (Ulum, 2021, p. 80).

أمّا تقييم المؤسسة فهو حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها للوصول إلى القيمة الصافية لتلك الأصول، بغض النظر عن الطريقة المتّبعة للتقدير، وبذلك فإنّ تقييم المؤسسة هو تقييم أموال الملكية والتي تمثل الفرق بين الأصول الاقتصادية والمديونية الصافية (خيري و بلعجوز، 2017، صفحة 4).

2-1 دوافع عملية التقييم:

لعملية التقييم دوافع مختلفة أهمّها:

- معرفة نقاط القوة والضعف في المؤسسة (Thibierge, 2012, p. 148)؛
- معرفة موقع المؤسسة في السوق (بن حمو، 2016، صفحة 6)؛
- إعطاء حجج تفاوضية للحصول على أفضل سعر (Thibierge, 2012, p. 148)؛
- في حالة الميراث حيث يتم تحديد حصة كل وريث عند انتقال الملكية للورثة (بن حمو، 2016، صفحة 7)؛
- المنازعات القضائية ومنازعات الملكية؛
- تدهور قيمة الشهرة التجارية (حماد، 2008، صفحة 34)؛
- فتح رأس مال المؤسسة أو جزء منه، أو رفعه، عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة؛
- إعادة تقييم المؤسسة للوقوف على حقيقتها، وذلك لفائدة الأطراف الداخلية (المساهمين والمديرين) والخارجية (إدارة الضرائب، البنوك...) (خيري و بلعجوز، 2017، صفحة 5)؛
- الحيازة، التنازل عن المؤسسة، التقديم الجزئي للأصول، أو الاندماج بين المؤسسات؛
- شراء وبيع الأوراق المالية للمستثمرين في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية؛
- إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها من طرف ذوي المصلحة؛
- خصخصة المؤسسة، أو تصفيتها، أو إعادة هيكلتها؛
- الوقوف على مستويات المردودية وتطور الذمة المالية المتراكمة (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 524)؛

ويمكن أن تصنّف هذه الدوافع إلى ثلاث مجموعات رئيسية (سويسي، 2008، صفحة 44):

1-2-1 التقييم لأغراض التفاوض: تقتضي ذلك العمليات التي يكون فيها طرفان أو أكثر، تتميز بالظرفية، كما تعتبر مكلفة مقارنة مع المجموعة الثانية، يتم هذا التقييم بغرض إتمام الصفقات، فإذا كان مجال القيمة متقارب بين البائع والمشتري يتم إبرام الصفقة، ويكون المقيم هنا خارجي (خبير).

يجب أن تكون لدى المؤسسة القدرة على التفاوض، فالتقييم الجيد مع التفاوض السيئ يعطي دائما سعرا سيئا، بينما يعطي التقييم سعرا جيدا مع التفاوض الجيد (Thibierge, 2012, p. 148).

1-2-2 التقييم لأغراض اتّخاد القرار: من وجهة نظر المؤسسة يكون التقييم لأغراض الإدارة والتسيير، إذ يستعمل لترشيد قرارات المؤسسة فيما يعرف بالإدارة بالقيمة، ويظهر ذلك جليا بالنسبة للقرارات الاستراتيجية والقرارات المالية، خاصة قرارات التوسّع، يكون هذا النوع دوري يسبق عملية اتخاذ القرار، يكون المقيم داخلي، وقد تلجأ أحيانا إلى مقيم خارجي للمساعدة في وضع نظام تسيير مرتبط بالقيمة. أمّا من وجهة نظر المساهم فيكون التقييم بغرض تسيير المحفظة الاستثمارية، يتميز هذا النوع بالدورية ويكون أقل تكلفة من السابق وعادة ما يقوم به مقيم خارجي (محلل مالي).

1-2-3 التقييم لأغراض أخرى: يمكن أن يقوم به أي طرف له علاقة بالمؤسسة (الضرائب، البنوك، ...) إذا اقتضت الضرورة، وذلك للقيام بالإجراءات اللازمة تجاه المؤسسة.

2- مبادئ نظرية التقييم:

تقوم نظرية تقييم المؤسسة على مجموعة من المبادئ الاقتصادية أهمها:

2-1 مبدأ وجود بدائل:

يقضي هذا المبدأ بأنه عند التفكير في نقل الملكية يجب أن يكون أمام البائع والمشتري مجموعة من البدائل لإتمام المعاملة، وهذا يعني أن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع محدد، وأن البائع ليس مجبرا على البيع لمشتر معين، وإذا كان الوضع عكس ذلك، فهذا يعني أن آلية السوق ستكون مشوهة ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة، وتقدير القيمة يفترض استيفاء مبدأ البدائل (حماد، 2008، صفحة 24).

2-2 مبدأ الاستبدال:

يقضي بأنّ المشتري الرشيد لا يدفع مقابل أصل معين ما يزيد عن تكلفة استبداله بأصل آخر له نفس الوظائف. ولكن تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل يواجه صعوبات كبيرة، لأنّ تقدير تكاليف استبدال مؤسسة بأخرى يعدّ أمرا بالغ التعقيد، وهذا هو المبدأ الذي يقوم عليه مدخل التكلفة في تقدير القيمة (سويسي، 2008، صفحة 34).

2-3 مبدأ الإحلال:

يعتبر مفهوم في غاية الأهمية، يقضي بأنّ قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي يتم تحمّلها لامتلاك بديل مرغوب فيه بنفس الدرجة. وهذا المبدأ يمثل الأساس النظري لمدخل السوق في تقدير القيمة (حماد، 2008، صفحة 25).

2-4 مبدأ المنفعة المستقبلية:

يقضي بأنّ قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المتوقعة من السيطرة عليه أو امتلاكه، ويكتسب أهمية خاصة في إطار عمليات الاستحواذ والاندماج. حيث تتحدد قيمة المؤسسة عن طريق القيمة الحالية الصافية لجميع المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحقّقة من تملّك تلك المؤسسة (سويسي، 2008، صفحة 35).

3- مراحل عملية تقييم المؤسسة:

تمر عملية تقييم المؤسسة بعدة مراحل نوجزها فيما يلي (بكاري، 2010، الصفحات 17-24):

3-1 مرحلة تحديد المهمة:

تتمثل في تحديد الدافع أو الغرض من عملية التقييم، وتعد الركيزة الأساسية لنجاح عملية التقييم والتي على أساسها يحدد إطار الدراسة الذي يتسنى من خلاله بناء مخطط الأعمال.

3-2 مرحلة جمع المعلومات:

يتم خلالها الحصول على المعلومات خاصة المحاسبية، وذلك من خلال نظام المعلومات المحاسبي، حيث يقوم بتجميع البيانات المالية من مصادر داخل وخارج المؤسسة ثم يقوم بمعالجتها وتحويلها إلى معلومات مفيدة لمستخدميها. وتتمثل الوثائق والمعلومات التي يحتاجها المقيم في الوثائق والمعلومات المحاسبية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، الملاحق)، وثائق مختلفة أخرى (آخر محضر للجمعية العامة، تقرير محافظ الحسابات، آخر مراقبة ضريبية، آخر خبرة تأمينية...إلخ)، بالإضافة إلى الزيارة الميدانية لمواقع المؤسسة.

3-3 مرحلة تشخيص وضعية المؤسسة:

يتم خلالها التعرف على مواطن القوة والضعف في المؤسسة، لتعزيز الأولى ومعالجة وتحسين الثانية من أجل تحقيق أهداف المؤسسة.

3-4 اختيار طريقة التقييم المناسبة:

يتم اختيار الطريقة المناسبة للتقييم من بين الطرق المختلفة والتي سنتعرض لها بالتفصيل في المطلب الثالث.

3-5 إجراء عملية التقييم وإيجاد قيمة المؤسسة: بعد اختيار الطريقة المناسبة للتقييم يتم إجراء عملية التقييم وتحديد قيمة المؤسسة.

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة

تسعى جميع المؤسسات إلى تعظيم قيمتها، وذلك من خلال تكوين ثروة متراكمة للمساهمين فيها، ويعد هذا الهدف الأساسي من نظرية التقييم.

1-مفهوم قيمة المؤسسة:

تعرف القيمة لغة على أنها: الثمن الذي يقوَّم به المتاع، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواء اتّخذ هذا الثمن حجما معينا من البضائع أو عددا معينا من وحدات النقود التي يمكن مبادلته بها (خيري و بلعجوز، 2017، صفحة 3).

أمّا في الاقتصاد فتعرف على أنّها المبلغ المدفوع مقابل أصل معين أو مقابل الحق في الحصول على عوائد مستقبلية جراء استخدام ذلك الأصل. ويختلف مفهوم القيمة عن السعر أو التكلفة، فالسعر هو المبلغ المدفوع فعلا للحصول على الأصل الاقتصادي، أما التكلفة فتعني قيمة عوامل الإنتاج اللازمة لخلق ذلك الأصل (حماد، 2008، الصفحات 11-12). والقيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل تترجم إلى سعر (بكاري، 2010، صفحة 13).

وتتمثل القيمة في الثروة الحقيقية التي تضيفها المؤسسة، والتي تبين مدى نجاحها في المزج بين عوامل الإنتاج المختلفة، إذا كانت القيمة المضافة من قبل المؤسسة كبيرة فهذا يعني أن هذه الأخيرة قد تحصلت على قيمة إنتاج كبيرة من استخدامات وسيطية محدودة، وهذا يدل على الأداء الجيد للمؤسسة وحسن استغلالها لعوامل الإنتاج (لعقون و يوسفي، 2021، صفحة 238). فقيمة المؤسسة هي وصف لأدائها، والذي يمكن أن يؤثر على تقييم المستثمرين لها. وارتفاع هذه القيمة يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في المؤسسة، كما أنّه يؤدي إلى تحقيق الرفاهية للمساهمين (Yundhari & Sedana, 2020, p. 21). فهي تَصَوُّر المستثمر للمؤسسة والذي يرتبط غالبا بأسعار أسهمها، كما يمكن الإشارة إليها من خلال الإنفاق الاستثماري الذي يعطي إشارة إيجابية حول نمو المؤسسة في المستقبل(Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 5). بالإضافة إلى أنها

تعتبر مؤشرا للسوق في تقديم تقييم شامل للمؤسسة (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 3).

وحسب Gaver and Gaver (1993) فإنّ قيمة المؤسسة يمكن أن تفسّر بأنها قيمة بيع المؤسسة، وكذلك القيمة المضافة للمساهمين (Mustafa, Mas'ud, Junaid, Nur, & Nasir, 2020, p. 13). كما أنّها تعتبر تمثيلا للقيمة الاقتصادية للمؤسسة بأكملها (Ulum, 2021, p. 80).

2- أنواع قيمة المؤسسة:

تتوقف قيمة المؤسسة على عدة عوامل منها القيمة الجاري تقديرها، الغرض من عملية التقدير، التوقيت الذي يتم فيه التقدير، والجهة التي يتم إجراء التقدير لحسابها (حماد، 2008، صفحة 11)، لذلك نجد أنّ هناك أنواعا مختلفة لقيمة المؤسسة أهمّها:

2-1 القيمة الاقتصادية Economic Value:

تشير إلى قدرة المؤسسة على تحقيق تيّار من التدفقات النقدية، وتتمثل هذه التدفقات النقدية المتوقعة في الأرباح والإيرادات، أو فيما يترتب على تصفيتها من تدفق نقدي، وهي قيمة مرتبطة بالمستقبل حيث تتحدّد بناء على تقييم التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة في المستقبل، أمّا التكاليف فهي تعتبر تكاليف مغرقة حدثت في الماضي ليست لها أيّة أهمية من وجهة النظر الاقتصادية. ويتطلب ذلك النظر إلى المؤسسة كنظام مستمر متكون من مجموعة من الأجزاء العاملة وليس تجميع لمجموعة من الأصول والالتزامات (الراوي، بركات، و الرمحي، الصفحات 78-82).

2-2 القيمة الاسمية Par Value:

تتمثّل في رأس مال المؤسسة، وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس المؤسسة، تكتب على وجه السهم، وتحدد حسب قانون الشركات في الدولة. ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية(الحاج، 2002، صفحة 128). كما يجب على المؤسسة ألاّ تقوم بإصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة الإسمية، لذلك فإن القيمة الإسمية للمؤسسة تكون منخفضة نوعا ما مقارنة بقيمتها السوقية (العامري، 2013، صفحة 510).

2-3 القيمة الدفترية Book Value:

هي القيمة المثبتة في الدفاتر المحاسبية، والتي تمثل حقوق الملكية في ميزانية المؤسسة، وتتمثل في رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح المحتجزة(آل شبيب، 2006، صفحة 103)،

وتعتبر مؤشرا لقوة حقوق المساهمين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمرين فهي تدل على قدرة المؤسسة على التوسع والاستمرار (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 129).

2-4 القيمة السوقية Market Value:

تعكس القيمة السوقية للمؤسسة قيمة الأسهم الخاصة بتلك المؤسسة وفق أسعار تداولها في السوق المالي (بورصة الأوراق المالية)، وعندما تكون المؤسسة غير مدرجة في البورصة يعوّض هذا المدخل بما يعرف بالمدخل النقدي والذي يقيس قيمة المؤسسة بدلالة قدرة الأصول التي تمتلكها المؤسسة على تحقيق تدفقات نقدية (سويلم، 1997، صفحة 265).

تتحدّد القيمة السوقية في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء المؤسسة المتوقّع، من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على أسهم المؤسسة المعروضة للتداول في السوق المالي، وتتميّز هذه القيمة بعدم الاستقرار فهي تتقلب باستمرار تبعا لتغير توقعات المستثمرين حول عائد ومخاطرة هذه الأسهم، والتي عادة ما تبنى على الأحكام الشخصية للمتعاملين في السوق، كما يدخل فيها عنصر الإشاعة وعدم اعتمادها على التحليل السليم. لذلك يمكن أن تكون أعلى أو أدنى أو معادلة للقيمة الحقيقية. وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة كلّما ارتفع مستوى الإنتاج، المبيعات، توزيعات الأرباح، فرص النمو، وكذلك كلّما انخفضت معدلات الفوائد على الودائع (عبد الحكيم و مصطفى، 2010، صفحة 57).

2-5 القيمة الحقيقية Intrinsic Value:

يدل هذا المفهوم على القيمة المعقولة التي تبرّرها مجموعة من الحقائق (حجم المؤسسة، توزيعات الأرباح، ربحية السهم الواحد، فرص النمو المستقبلية)، وتتغير هذه القيمة بتغير الحقائق السابقة بالإضافة إلى تغيّر الظروف الاقتصادية، ونمو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، وعادة ما تتساوى مع القيمة السوقية، وذلك في سوق مالي يتسم بالكفاءة، حيث تتوفر معلومات أساسية وجديدة عن المؤسسة ولجميع المستثمرين. ولكنّها تختلف عن القيمة السوقية بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم، وعدم توفر المعلومات عن أداء المؤسسة والتكلفة العالية في الحصول عليها، بالإضافة إلى الإفصاح غير الكافي من قبل المؤسسة عن المعلومات، والتحليل الخاطئ لها من طرف المستثمرين (العامري، 2013، صفحة 507).

يطلق عليها أيضا اسم القيمة العادلة Fair Value، وهي تمثل قيمة التدفقات النقدية مخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. وإنّ تحليل المستثمر للقيمة الحالية ومقارنتها بالقيمة

السوقية يمكّنه من معرفة ما إذا كان السهم مقيّم بأعلى من قيمته الحقيقية (تسعير مضخم Over Priced)، أو أنه مقيمّ بأقل من قيمته الحقيقية (تسعير مخفض Under Priced) (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 130).

ويمكن تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم صافي القيمة الحالية لأسهمها العادية، والتي تمثل الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمته السوقية (العامري، الإدارة المالية الحديثة، 2013، صفحة 508).

2-6 قيمة التصفية Liquidation Value:

تتمثل في القيمة التي على أساسها يتم بيع أصول المؤسسة كلّا على حِدَةٍ، ولا تستخدم هذه القيمة كأساس للتقييم إلّا عندما تكون المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مزاولة نشاطها لاعتبارات معينة، أو عند حدوث خسائر متكررة، أو عند الإعلان عن وضعية مالية مشكوك فيها (بكاري، 2010، صفحة 16).

2-7 القيمة التساهمية:

هي فائض المردودية المتحصّل عليه من نشاطات المؤسسة بعد تغطية تكلفة التمويل المقاسة بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، وبصفة أبسط هي إجمالي العائد الذي يحصل عليه المساهم، والذي يتم التعبير عنه بتوزيعات الأرباح والزيادة في سعر السهم (خيري و بلعجوز، 2017، صفحة 3).

2-8 قيمة شهرة المحل(Good Will Value):

شهرة المحل هي نوعا خاصا من الأصول غير المادية، والتي تعرف بأنّها مجموعة من الصفات غير القابلة للقياس بدقة والتي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي توقع في جوهرها استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم (بن حمو، 2016، صفحة 4). وتتمثّل في الزيادة في قيمة المؤسسة ككل عن قيمة أصولها، وبذلك فهي تمثّل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا تظهر في ميزانيتها (بوحدرة، 2012، صفحة 66).

2-9 قيمة السيولة:

تتمثّل في مقدار الأموال التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع المؤسسة أو مجموعة من أصولها بشكل منفصل (Leman, Suriawinata, & Noormansyah, 2020, p. 7).

2-10 القيمة القابلة للتأمين:

تحدّد عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى عند تقييم المؤسسات من خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمعدات والمباني (بكاري، 2010، صفحة 16).

وتتميز القيمة بأنها حقيقة غير موضوعية، فقد تتّسم بالذاتية، ويتجلّى ذلك عندما تقدّم أكثر من جهة نتائج متباينة لنفس المؤسسة وخلال نفس الفترة الزمنية، ويرجع الاختلاف في التقييم إلى تنوّع مقاربات وطرق قياس القيمة ممّا يتيح عدة بدائل أمام خبراء التقييم، وأيضا للغرض من وراء عملية التقييم، والمراد به تحديد مجال للقيم يمكّن من التفاوض بين البائع والمشتري (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 522).

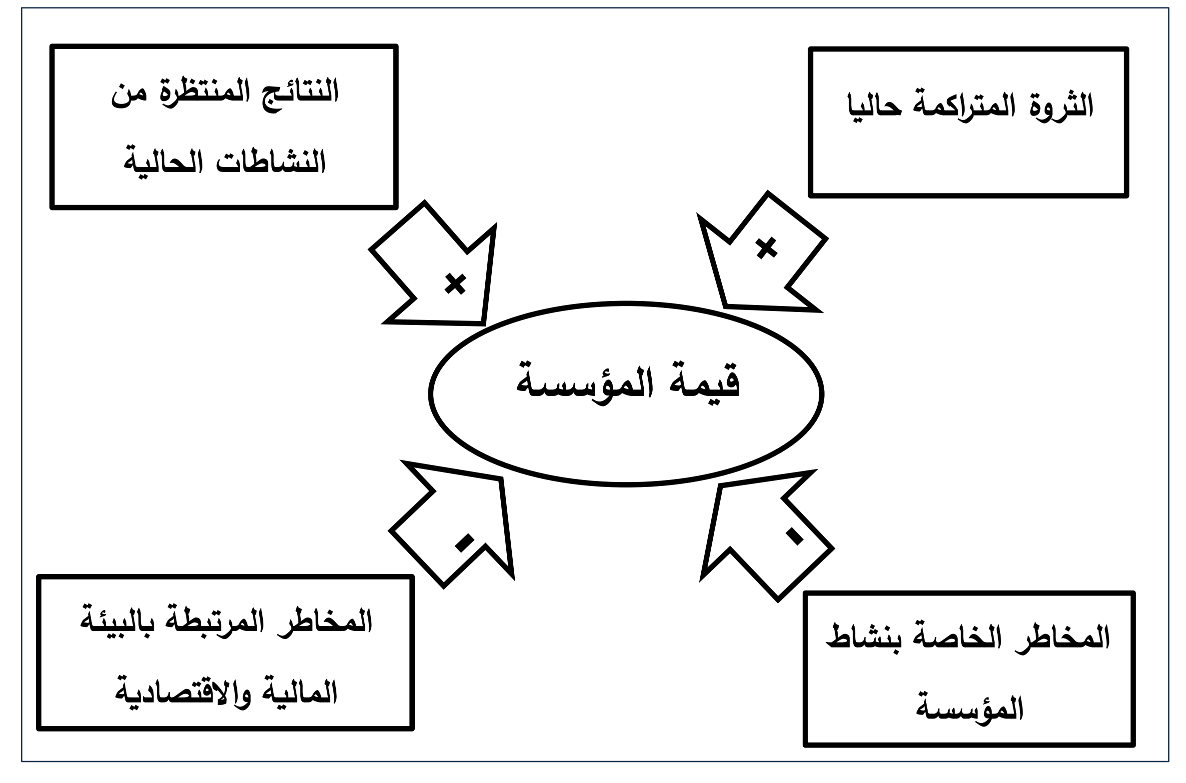
3- العوامل المحددة لقيمة المؤسسة:

كلّما تمكّنت المؤسسة من تحقيق نتائج إيجابية بشكل مستمر تزداد قيمتها، وتراكم هذه النتائج يكوّن فوائض مالية تشكّل ما يعرف بثروة المؤسسة، لا يكفي تحقيق نتائج آنية وإنّما يجب أن تسعى المؤسسة لتحقيق نتائج في المستقبل، ويتم ذلك بدراسة المردودية المستقبلية وتحليل الفرص الاستثمارية المستقبلية، وبذلك يمكنها توقّع حجم الثروة التي يمكن تكوينها من خلال النتائج المحقّقة في الحاضر والمستقبل، وذلك من خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 49).

إلاّ أن هناك عوامل تحدّ من قيمة المؤسسة تتمثل في المخاطر التشغيلية مثل توقف الإنتاج، مشاكل الجودة والنوعية، وارتفاع التكاليف...إلخ، ومخاطر مالية مثل ارتفاع معدلات الفائدة وأسعار الصرف، بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية للمؤسسة مثل التطوّر التقني للمنافسين، ظهور سلع بديلة، انخفاض الحصة السوقية للمؤسسة...إلخ.

ويتم توضيح أهم العوامل المحددة لقيمة المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة



المصدر: (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 50)

المطلب الثالث: طرق ومقاربات تقييم المؤسسة

هناك العديد من الطرق المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة، والتي تختلف وفقا للمقاربة المعتمدة، حيث نجد ثلاث مقاربات رئيسية، الأولى تحدّد قيمة المؤسسة انطلاقا من ذمتها المالية، حيث ترى أنّ قيمة المؤسسة تتمثل فيما تمتلكه من أصول مادية ومعنوية، في حين تعتمد الثانية على التدفقات النقدية المستقبلية، فقيمة المؤسسة حسبها تكمن في العوائد التي ستدرّها في المستقبل. أمّا المقاربة الثالثة فهي مقاربة حديثة تحاول تفسير قيمة المؤسسة انطلاقا من قدرتها على خلق القيمة.

1- طرق التقييم وفق مقاربة الذمة المالية:

تعتمد هذه المقاربة على الذمة المالية للمؤسسة (الميزانيات، الملاحق...)، ويمكن اعتبارها مجرد قراءة بسيطة لمجموع ممتلكات المؤسسة تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع القيم الدفترية لممتلكاتها مع طرح الديون، وهي تمثّل الصفة التاريخية، حيث تتصف بالسكون عكس المقاربات التقديرية المعتمدة على تقدير التدفقات النقدية للمؤسسة (تدفقات الأرباح المستقبلية وتوزيعات الأرباح) (بن حمو، 2016، صفحة 33). وتشمل عدة طرق أهمها:

1-1 طريقة الأصول الصافية المحاسبية:

تعرف الأصول الصافية المحاسبية بأنّها فائض أصول المؤسسة على مجموع الديون التي عليها تجاه الغير، وتتمثل في الفرق بين القيمة الدفترية للأصول الإجمالية للمؤسسة والقيمة الدفترية للخصوم المستحقة عليها. تسمّى أيضا بالقيمة الرياضية الإجمالية ويتم حسابها وفقا للعلاقة التالية (رزقي، 2008، صفحة 42):

$$\mathbf{ANC} = \sum \boldsymbol{A} - \sum \boldsymbol{D}$$

حيث:

ANC: الأصل الصافي المحاسبي؛

$\sum \boldsymbol{A}$: إجمالي الأصول؛

$\sum \boldsymbol{D}$: إجمالي الديون.

وفي الواقع غالبا ما تكون القيم الدفترية بعيدة عن القيم الحقيقية لأسباب محاسبية، ضريبية، وتاريخية لذلك يجب تصحيح هذه القيم الدفترية وإعادة تقييمها لتحديد الأصول الصافية المحاسبية المعاد تقييمها (المصحّحة) (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 659).

2-1 طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصحّحة:

يتم من خلالها تحديد القيمة الصافية لأصول المؤسسة اعتمادا على الميزانية، وذلك بعد إجراء مجموعة من التعديلات، عن طريق معالجة مجموعة من البنود مثل الأصول المعنوية، المخزونات، المؤونات، بالإضافة إلى توزيعات الأرباح الواجب دفعها، حيث يتم تقييم المؤسسة اعتبارا من أهم العوامل الداخلة في عملياتها الإنتاجية، وبذلك تكون قيمة المؤسسة مساوية لمجموع الأصول المكونة لها (بوحدرة، 2012، صفحة 66).

ويتم حسابها بالعلاقة التالية (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 527):

$$\mathbf{ANCC = VRA - PRC - D}$$

حيث:

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحّح؛

VRA: القيمة الحقيقية للأصول؛

PRC: مؤونات الأخطار والتكاليف.

1-3 طريقة القيمة الجوهرية:

تعد مفهوما جديدا تم إدخاله من طرف الخبراء الألمان سنة 1960، وعرفت بأنّها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرار مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول المكونة للذمة المالية للمؤسسة (بن الضب، 2009، صفحة 24).

ترتكز هذه الطريقة على مبدأ استمرارية النشاط، حيث تهتم بمبلغ الأموال اللّازمة لإعادة تكوين أصول المؤسسة من أجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية، وتختلف عن الأصول الصافية المصحّحة في أنّ العناصر التي تكونها مستقلة عن نمط تمويلها وأنّها موجّهة لتلبية احتياجات الاستغلال بالمؤسسة، فهي تعتبر المؤسسة كأداة إنتاج مكيفة مع احتياجات الاستغلال.

ويتم حسابها وفقا للعلاقة التالية (بن ثابت، 2014، صفحة 31):

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصحّحة

+ مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة

+ الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية) – عناصر خارج الاستغلال (بالقيمة الحقيقية)

يلاحظ من هذه الطريقة أنّ القيمة الجوهرية قد تم حسابها بصورة إجمالية (أي أنها تضمنت الديون)، لكن الخبراء البلجيكيين قد أوجدوا مفهومين آخرين هما (سويسي، 2008، صفحة 87):

أ. **القيمة الجوهرية المخفّضة:** تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحا منها الديون بدون فوائد.

ب. **القيمة الجوهرية الصافية:** تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحا منها مجموع الديون.

1-4 طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تم إدخال هذا المفهوم من طرف A. Barnay و G.Calba، إثر الانتقادات الموجهة لطريقة القيمة الجوهرية خاصة فيما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال، حيث أخذت هذه الطريقة بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال والمتمثلة في الموارد الأولية اللّازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستغلال والاستثمار. وبذلك فهي تمثل الأموال طويلة الأجل الضرورية للتوظيف العادي للمؤسسة، أي الموارد الضرورية لتمويل الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل، منطلقة من مبدأ التوازن المالي للمؤسسة (بكاري، 2010، صفحة 78).

ويمكن حسابها بالمعادلة التالية (بن الضب، 2009، صفحة 25):

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة + الاستثمارات للاستغلال + الاحتياج فيرأس المال العامل للاستغلال

5-1 طريقة فائض القيمة Goodwill:

تعتبر من الطرق الهجينة والتي تهدف إلى تصحيح قيم الذمة المالية أخذا بالاعتبار ربحية المؤسسة. لذلك سميت بالطرق الهجينة أو المختلطة، إلّا أنّها متشابهة مع طرق الذمة المالية أكثر من طرق الربحية، ولهذا تم تصنيفها ضمن الطرق المرتكزة على الذمة المالية.

من الواضح أنّ المؤسسة ليست فقط مجموع جبري للأصول والالتزامات، فقد تكون قيمتها أكبر من ذلك، كما قد تكون أقل إلى الحد الذي تؤدي فيه إعادة هيكلتها إلى خسائر، وهذا ما يعرف بـ نقص القيمة badwill (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 661).

يعرف فائض القيمة والذي يسمى أيضا بشهرة المحل حسب ما جاء في المعيار المحاسبي رقم 22 على أنّه الفرق بين قيمة المؤسسة ككل ومجموع القيم العادلة لصافي أصولها القابلة للانفصال ويقصد بها الأصول والخصوم التي يمكن أن تحدّد وتباع بشكل مستقل (عبد الرحيم، 2008، صفحة 203).

ويفسّر هذا المفهوم أنّ المؤسسة في وقت معين يمكن أن تكون أكثر ربحية بفضل خبرتها، أو ديناميكية فريق إدارتها، أو موقعها الاستراتيجي...إلخ، فالشهرة هي تلك الأصول الإضافية غير الملموسة التي لا تعزى الى أي أصل، ويمكن اعتبارها الفرق بين قيمة المردودية وقيمة الذمة المالية، ونظريا يمكن تحليل شهرة المحل كخيار للنمو المستقبلي للمؤسسة (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 661).

يتم حساب قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بالعلاقة التالية (بن حمو، 2016، صفحة 37):

$$VE = ANCC + GW$$

حيث:

VE: قيمة المؤسسة؛

ANCC: الأصول الصافية المحاسبية المصحّحة؛

GW: فائض القيمة.

ويمكن حساب فائض القيمة بالطريقتين التاليتين:

أ. **الطريقة غير المباشرة:** تسمى أيضا طريقة المهنيين ويتم حساب فائض القيمة وفقها بالعلاقة التالية (رابحي و بومزايد، 2018، صفحة 377):

$$\mathbf{GW} = \frac{1}{2}\left(\frac{B}{t} - \mathbf{ANCC}\right)$$

حيث:

B: متوسط الربح المتوقع؛

t: معدل الخصم.

ب. **الطريقة المباشرة:** تعرف بطريقة الربح غير العادي، ويحسب فائض القيمة كما يلي (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، الصفحات 528-529):

$$\mathbf{GW} = \frac{RGW}{t}$$

$$\mathbf{RGW} = \mathbf{AE}\,(R_e - R'_e)$$

حيث:

RGW: الربح غير العادي؛

AE: الأصل الاقتصادي؛

R_e: معدل المردودية الاقتصادية المحقّق؛

R'_e: معدل المردودية الاقتصادية المتوقع من طرف المستثمرين.

يوجه لهذه المقاربة عدة انتقادات أهمّها أنّ هذه القيم تعبّر عن الماضي، وأنّها يمكن أن تتغير بعد لحظات من إعدادها، والمفروض أنّ من يشتري مؤسسة ما يدفع مقابلها قيمة تعبّر عن المستقبل. كما أنّه يصعب المقارنة بين مؤسستين متماثلتين بسبب اتّباع أساليب وسياسات محاسبية مختلفة وأنّ القيمة الدفترية للمؤسسة نفسها يمكن أن تختلف من محاسب لآخر، إلى جانب إغفالها لمفاهيم اقتصادية هامة كالمخاطرة، تكلفة الفرصة البديلة، القيمة الزمنية للنقود. وحسب هذه الانتقادات فإن

هذا المدخل قد يؤدي إلى قيمة مختلفة عن القيمة الحقيقية، وبالتالي فهو لا يصلح للتقييم، ولو تم استخدامه فيجب أن يتم ذلك بواسطة خبراء في نشاط المؤسسة وأن يكون مكمّلا للمدخلين الآخرين (مصطفى، 1998، الصفحات 168-180).

2- طرق التقييم وفق مقاربة التدفقات النقدية:

يتم تقدير قيمة المؤسسة وفقا لهذه المقاربة من جانب الأصول من خلال التدفقات النقدية التي يمكن أن يدرّها تشغيل تلك الأصول على مدار العمر الافتراضي للمؤسسة (مصطفى، 1998، صفحة 171)، والتي تكون في شكل أرباح، توزيعات أرباح، أو تدفق نقدي. وبذلك فهي تكون أكثر ديناميكية من مقاربة الذمة المالية (بن ثابت، 2014، صفحة 32)، وتتضمن هذه المقاربة مجموعة من الطرق أهمّها:

2-1 طريقة رسملة القيمة (الرسملة السوقية):

ترتكز هذه الطريقة على الأرباح، حيث تعتمد في عملية التقييم على رسملة قيمة المردودية (قيمة العائد)، وهي تشمل كل من قيمة العائد على السهم ومعامل الرسملة المتمثل في مضاعف الربحية (PER) والذي يساوي نسبة سعر السهم إلى ربحيّته. وتعطى صيغة التقييم بهذا المعامل بالعلاقة التالية (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 536):

$$V = B \times PER$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة؛

B: النتيجة الصافية؛

PER: مضاعف الربحية

والذي يحسب بالعلاقة التالية (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 147):

$$\text{Multiplier Earning} = \frac{P}{EPS} = \text{Times}$$

حيث:

P: السعر السوقي للسهم؛

EPS: العائد على السهم.

يمثل مضاعف الربحية مقدار الأموال التي ينفقها المستثمر مقابل كل وحدة نقدية من الأرباح، وهو يقيس التغيرات في الربحية المتوقعة في المستقبل، فكلّما كان PER كبيرا زاد احتمال نمو المؤسسة بحيث يمكنها الرفع من قيمتها (Mustafa, Mas'ud, Junaid, Nur, & Nasir, 2020, p. 13).

2-2 طريقة خصم توزيعات الأرباح النقدية Dividend Discount Models:

ترتكز هذه الطريقة على التوزيعات، حيث تتمثل قيمة المؤسسة (قيمة الأسهم العادية) في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والمتمثلة في توزيعات الأرباح لفترة زمنية غير محدودة، مخصومة بمعدل خصم مساوي لمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة حقوق الملكية)، ويمكن صياغة النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية في المعادلة التالية (الدوري و سلامة، 2013، صفحة 253):

$$\mathbf{V=\sum_{i=1}^{n} D_i\,(1+K)^{-i}}$$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D_i: توزيعات الأرباح للسهم في السنة i؛

K: معدل العائد المطلوب على السهم العادي (تكلفة حقوق الملكية).

يتم حساب قيمة المؤسسة بضرب قيمة السهم العادي في عدد الأسهم العادية للمؤسسة. وترتبط قيمة السهم بمستوى النمو المتوقع للتدفقات النقدية، حيث يحدد المستثمر قيمة السهم على أساس هذا النمو (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 138). وبذلك توجد عدة نماذج لتقييم الأسهم العادية هي:

1-2-2 نموذج Irving Fisher(1930): يعرف هذا النموذج بنموذج النمو الصفري للتوزيعات، حيث يفترض أنّ توزيعات الأرباح السنوية تبقى ثابتة طيلة فترة التقييم غير المنتهية، وبذلك تصبح المعادلة السابقة كما يلي (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 533):

$$\mathbf{V=\frac{D}{K}}$$

تسمى قيمة السهم المتحصل عليها وفق هذا النموذج برسملة التوزيع وأيضا بقيمة العائد، ورغم تميّز هذا النموذج بالبساطة في افتراضه لثبات التوزيعات إلّا أنّه في الواقع يكون من الصعب التنبؤ بالتوزيعات المستقبلية للأرباح على مدى فترة زمنية طويلة.

2-2-2 نموذج J.Gordon & E.Shapiro (1956): يعرف بنموذج النمو في توزيعات الأرباح، ويقوم على افتراض أنّ توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت g، وهذا المعدل يجب أن يكون أقل من معدل العائد المطلوب K، وهو افتراض أساسي لتطبيق هذا النموذج رياضيا (الدوري و سلامة، 2013، صفحة 255).

ويمكن حساب قيمة السهم وفق نموذج النمو الثابت للتوزيعات بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{D1}{K-g}$$

حيث:

D_1: توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم؛

g: معدل النمو في الأرباح.

2-2-3 نموذج Bates(1962): قدّم Bates نموذجه سنة 1962 والذي يعتبر امتدادا لنموذج Gordon &Shapiro، يركّز هذا النموذج على إيجاد القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح مع وجود حد معين من المردودية، ويفترض أنّ الأرباح وتوزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت، وأنّ معدل التوزيع ثابت، وأنّ المؤسسة ستنتهي من مرحلة النمو الاستثنائي في السنة n. وفق العلاقة التالية (رابحي و بومزايد، 2018، صفحة 380):

$$V = \sum_{i=1}^{n} D_i(1+t)^{-i} + V_n(1+t)^{-n}$$

$$D_i = D_{i-1}(1+g)$$

حيث:

V_n: القيمة المتبقية للسهم؛

n: مدة الاحتفاظ بالسهم؛

t: معدل التحيين.

4-2-2 نموذج N.Molodovsky (1959): يعتبر هذا النموذج أنّه يمكن تقسيم وتيرة نمو المؤسسة إلى ثلاث فترات، الفترة الأولى يكون فيها معدل نمو التوزيعات g مرتفع وثابت وفقا لخصائص المؤسسة، أمّا الفترة الثانية فينخفض خلالها هذا المعدل خطيّا لبضع سنوات ويسمى بـ 'g، في حين تبقى الأرباح الإجمالية ثابتة في الفترة الثالثة (g=0).

ويتم التعبير عن هذا النموذج في المعادلة التالية (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 540):

$$V_0 = \frac{D1}{g-t}\left[\frac{(1+g)^n}{(1+t)^n}\right] + D_1 \frac{(1+g)^{n-1}(1+g')}{(1+g')(1+t)^n}$$

حيث:

V_0: سعر السهم في السنة 0؛

n: الفترة الإجمالية؛

D_i: التوزيعات المدفوعة في السنة i.

5-2-2 نموذج القيمة الحالية لفرص النمو Present Value Growth Opportunities (PVGO): إنّ قيمة المؤسسة لا تعكس فقط القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة عن نشاطها، بل تعكس أيضا القيمة الحالية للاستثمارات المستقبلية (Farber, Laurent, Oosterlinck, & Hugues, 2009, p. 114)، وقد قام Myers(1977) بتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة إلى القيمة الحالية للأصول الرأسمالية وقيمة الفرص الاستثمارية، ويتمثل الفرق الجوهري بينهما في أنّ قيمة الفرص الاستثمارية تعتمد على الاستثمارات التقديرية في المستقبل، في حين أنّ قيمة الأصول الرأسمالية لا تعتمد على ذلك (سويدان، الربضي، و عواد، 2015، صفحة 267).

يستمد هذا النموذج افتراضاته من طبيعة العلاقة بين الأرباح المستقبلية وفرص النمو المتاحة، فزيادة الأرباح المستقبلية ترتبط بمدى توافر الفرص الاستثمارية المستقبلية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، والتي توفر معدل عائد متوقع أعلى من معدل العائد المطلوب، وذلك نتيجة زيادة المنافع المحققة من هذه الاستثمارات في ضوء القيمة الحالية لفرص النمو (العامري، 2013، صفحة 520).

ويتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم وفق هذا النموذج بتقدير القيمة الحالية للأرباح المتوقعة من الفرص الاستثمارية، بما فيها الأرباح المحتجزة المعاد استثمارها، وذلك حسب العلاقة التالية (العامري، 2010، صفحة 497):

$$V = P_0 = \frac{EPS_1}{K} + PVGO$$

وهي مجموع لقيمتين، الأولى إذا تم توزيع كل الأرباح على المساهمين **(EPS_1/k)**، والثانية **PVGO** تمثل القيمة الإضافية إذا احتجزت المؤسسة الأرباح لتمويل مشروع جديد.

$$\text{PVGO}= \frac{EPS_1}{K}\left[\frac{g-k(b)}{k-g}\right]$$

حيث:

g: معدل نمو الأرباح؛

b: نسبة احتجاز الأرباح؛

وباستخدام نسبة سعر السهم إلى ربحيته **(PER)** كمؤشر لفرص النمو المتوقعة، يمكن إعادة صياغة النموذج السابق حسب الشكل التالي (العامري، 2013، صفحة 521):

$$PER = \frac{P_0}{EPS} = \frac{1}{K}\left[1 + \frac{PVGO}{EPS/K}\right]$$

إنّ ارتفاع نسبة سعر السهم إلى ربحيّته دالة لفرص النمو المتوقعة في المستقبل من الاستثمارات المتاحة أمام المؤسسة.

ولتعظيم صافي القيمة الحالية لفرص النمو **(NPVGO)** يجب أن يتحقّق الشرطان التاليان (العامري، 2010، صفحة 500):

- يجب احتجاز الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية؛
- يجب أن تكون لهذه الفرص الاستثمارية صافي قيمة حالية موجبة.

وهذا النموذج أدّى إلى تطوير نظرية الخيارات الحقيقية، حيث يعتبر Myers(1984) وKester(1984) أنّ فرص نمو المؤسسة يمكن استيعابها في خيارات النمو المتعلقة بحق الاستثمار في المستقبل في المشاريع الجديدة (Chastenet, 2011, p. 64).

2-3 طريقة التدفقات النقدية المخصومةDiscounted Cash Flows:

ترتكز هذه الطريقة على حقيقة مؤدّاها أنّ المبلغ الذي يدفعه المستثمر الآن في شراء مؤسسة معينة للحصول على إيرادات نقدية مستقبلا ما هو إلّا القيمة الحالية لهذه الإيرادات، فقيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية زائد القيمة الحالية للقيمة المتبقية للمؤسسة بعد فترة التوقعات مخصومة بسعر خصم مناسب يغطي كافة المخاطر (عبد الرحيم، 2008، الصفحات 185-186).

ويتم حسابها وفق المعادلة التالية (بن ثابت، 2014، صفحة 32):

$$V=\sum_{i=1}^{n} Fi\ (1+k)^{-i} + VR(1+k)^{-n}$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة؛

F_i: التدفقات النقدية السنوية المتاحة؛

VR: القيمة المتبقية؛

k: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين)؛

n: الفترة المعتمدة.

ويتم طرح قيمة الديون المستحقة على المؤسسة للوصول إلى قيمة حقوق المساهمين أي المبلغ العائد على المساهمين نظير التخلي عن المؤسسة عن طريق البيع أو الاندماج أو التصفية (عبد الرحيم، 2008، صفحة 186).

3- طرق التقييم وفق مقاربة القيمة:

ترتكز هذه الطرق على مفهوم خلق القيمة، وذلك من خلال السعي وراء تعظيم ثروة المساهمين ومن ثم تعظيم قيمة المؤسسة، وتكون المؤسسة قادرة على خلق قيمة للمساهمين فيها عندما يتجاوز معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين تكلفة التمويل، أي عندما يفوق عائد رأس المال

المستثمر الأموال الخاصة (مواعي و براينيس ، 2016، صفحة 94). ومن أهم الطرق التي تقيس قدرة المؤسسة على خلق القيمة:

3-1 القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA:

تم تطوير هذا النموذج من طرف G.B Stewart & J.M Stern سنة 1990 والذي يقيس الثروة الإضافية التي تحققها المؤسسة خلال سنة معينة مع الأخذ بالاعتبار تكلفة تمويل الأصول الاقتصادية للمؤسسة خلال نفس السنة (نايت عطية، 2018، صفحة 717).

يتم تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنّها الفرق بين صافي ربح التشغيل بعد الضريبة وتكلفة رأس المال (Hussein, Abdeljawad, Hamad, Abouelnaga, & Shoshan, 2020, p. 509). وهي تعد منهجا شاملا ومتكاملا في إعادة نظم الإدارة المالية بسبب قدرتها الفائقة على ربط أرباح التشغيل بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وتوجيه إدارة المؤسسة نحو الاستعمال الفعّال للأموال المستثمرة (الزبيدي، 2008، صفحة 165). حيث ترتبط بالربح الاقتصادي والذي يعرف على أنّه الربح المتاح للمساهمين بعد خصم مكافأة رأس المال المستثمر (رزقي، 2008، صفحة 117)

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافةEVA كما يلي (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, 2014, p. 637):

EVA= Capital employed x (ROCE-WACC)

حيث:

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

ROCE: معدل العائد على رأس المال المستثمر.

إذا كانت **EVA** موجبة فإنّ المؤسسة تحقق فائض في القيمة، أمّا إذا كانت سالبة فإنّ هناك تدهورا في قيمة المؤسسة، وأنّ العائد على رأس المال المستثمر لا يكفي لتغطية تكلفة التمويل.

حقق الاتجاه نحو استخدام هذه الطريقة مجموعة من المزايا، فهي توضح التحسّن الحقيقي والمستمر لثروة الملاك، وتطبيقها يضمن الاستثمار في المشاريع التي يكون العائد منها أكبر من التكلفة، أو استعمال رأس مال أقل للحصول على نفس العائد، كما أنّها تسمح بأن تكون جميع القرارات المالية منمذجة ومقيّمة بقيمتها الحقيقية، وهي تعمل على دمج مبدئين أساسيين في عملية اتخاذ القرار

وهما تعظيم ثروة الملاك وأنّ القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية (الزبيدي، 2008، الصفحات 173-174).

2-3 القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added:

تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر بها، ومن الناحية النظرية فهي تمثل القيمة الحالية لجميع الأرباح الاقتصادية المستقبلية المتوقعة (Fabozzi & Drake, 2009, p. 295) ، وهي تعدّ معيارا فائقا وشاملا في قياس وخلق الثروة.

تتميز عن القيمة الاقتصادية المضافة EVA في أنّها معيار لتقييم الأداء الخارجي، فهي لا تعكس ثروة الملاك فقط بل تعكس أيضا تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للمؤسسة ككل، على عكس القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي تعتبر منهجا لتقييم الأداء الداخلي.

القيمة السوقية المضافة هي معيار السوق المالي للقيمة التي تحقّقها الإدارة وتضيفها إلى ثروة الملّاك، أو تهدرها إذا ما اتجه الأداء نحو الهبوط، يعني أنّها المقياس النهائي للقيمة التي يتم خلقها أو إهدارها من طرف المؤسسة، وتتأثر هذه القيمة بعدة عوامل منها معدلات النمو، كثافة رأس المال المستثمر، قيمة هامش الربح (الزبيدي، 2008، الصفحات 179-180).

يتم حساب MVA بطريقتين:

أ. **طريقة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية:** تحسب القيمة السوقية المضافة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية (عيسى، 2017، صفحة 492):

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية

ب. **طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للمؤسسة:** القيمة السوقية المضافة وفق هذه الطريقة تتمثل في مجموع التدفقات المتوقعة للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة مخصومة بتكلفة رأس المال، وهذا يعني أنّ القيمة السوقية المضافة ما هي إلّا صافي القيمة الحالية لمجموع استثمارات المؤسسة خلال فترة من الزمن. ويتم حسابها بالعلاقة التالية (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 455):

$$MVA = \sum_{i=1}^{n} EVA_i / (1 + WACC)^i$$

حيث:

n: الفترة المعتمدة وعادة ما تتمثل في مدة اهتلاك الأصل

3-3 نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MBVE:

تتمثل في القيمة التي يمكن الحصول عليها من خلال المقارنة بين القيمة السوقية للمؤسسة (سعر الأسهم في السوق) والقيمة الدفترية لأسهم المؤسسة(Yundhari & Sedana, 2020, p. 21)، وهي عنصر مهم يجب مراعاته عند تقييم المؤسسة، لأنّها واحدة من أهم المتغيرات التي يأخذها المستثمر في الاعتبار عند تحديد الأسهم التي يجب شراؤها. حيث تشير إلى أنّ القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الدفترية، وكلّما زادت هذه القيمة زادت قيمة المؤسسة من وجهة نظر المستثمر. فارتفاع القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية سيجعل من السوق يؤمن بأنّ المؤسسة لديها آفاق مستقبلية، وهو ما يريده أيضا أصحاب المؤسسة لأنّ القيمة العالية للمؤسسة تشير إلى تحقيق الرفاهية للمساهمين (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 8).

يمكن للمستثمرين استخدام هذه النسبة لمعرفة ما إذا كانت الأسهم مقيّمة بقيمتها العادلة Fair value، أو بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية Undervalued، أو بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية Overvalued (Yundhari & Sedana, 2020, p. 21).

ويتم التعبير عن هذه النسبة بالعلاقة التالية (Gul, 1999, p. 146):

$$\text{MBVE} = \frac{\text{MVE}}{\text{BVE}} = \frac{(\textit{Shares outstanding x Shares closing price})}{\textit{Total book value of common equity}}$$

4-3 نسبة Tobin's Q:

تتمثل في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (MBVA)، وضع هذه النسبة James Tobin المتحصل على جائزة نوبل من الولايات المتحدة، وهي تمثل القيمة السوقية لأصول المؤسسة بتكلفة استبدالها (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 7).

تقيس هذه النسبة القيمة المتولّدة لدى المؤسسة باستخدامها القيمة الاستبدالية للأصول، فهي تعتمد على المقارنة بين القيمة السوقية لأصول المؤسسة وقيمتها الاستبدالية (نادر، 2016، صفحة 40)، حيث ترتكز على قياس الفائض في القيمة الناتج عن التقييم السوقي لأصول المؤسسة وقيمتها المحاسبية الصافية، فإذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد الصحيح فإنّ القيمة السوقية للأصول أعلى من القيمة الدفترية (المحاسبية)، وهذا يدل على أنّ القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية المتوقعة من هذه الأصول أعلى من تكلفة اقتنائها والمقاسة بالقيمة الدفترية، أي أنّ المؤسسة لها القدرة على تحقيق فائض في القيمة والذي يزداد كلّما زادت هذه النسبة، أمّا إذا كانت أقل من الواحد فهذا يعني أنّ المؤسسة ستحقق خسائر في القيمة إذا ما استمرت في الاستثمار في هذه الأصول (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 456).

إلى جانب تحديدها لقيمة المؤسسة يمكن استخدام هذه النسبة للتنبؤ بالاستثمار الرأسمالي المستقبلي، وكذلك كمقياس لفرص النمو المستقبلية للمؤسسة (نادر، 2016، صفحة 40).

من الناحية العملية يصعب حساب هذه النسبة لصعوبة تقدير تكلفة استبدال أصول المؤسسة (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 7).

ويمكن حسابها بالمعادلة التالية (Gul, 1999, p. 145):

$$\textbf{MBVA=}\ \frac{(\textbf{Book assets}-\textbf{Total common equity})+(\textbf{Shares outstanding x Shares closing price})}{\textbf{Book assets}}$$

إنّ اختيار طريقة التقييم المناسبة يعتمد على نشاط المؤسسة ودورة نموها والهدف الذي يسعى إليه القائم بعملية التقييم. فطريقة خصم التدفقات النقدية تهتم بالآفاق المستقبلية للمؤسسة، لذلك فهي أكثر ملاءمة لتقييم مؤسسات النمو التي تعتمد تدفقاتها على الأصول غير الملموسة، أما طريقة الذمة المالية فهي ترتكز على الماضي الذي تمكنت فيه المؤسسة من تجميع الأصول والخصوم، وهي مناسبة لتقييم المؤسسات التي يعتمد نشاطها على الأصول الملموسة وتلك التي وصلت إلى تاريخ الاستحقاق، أمّا استخدام طريقة النسب فيتيح إمكانية تحديد موقع المؤسسة بالنسبة لعينة من المؤسسات القابلة للمقارنة (Snoussi & Rigobert, 2016, p. 217).

المبحث الثاني: فرص النمو في المؤسسة

إنّ حاجة المؤسسة للتمويل تتعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وحجم الأصول التي يجب امتلاكها، إذ ترتكز النظرة الحديثة للتمويل على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة العائد والتكلفة، فلا يتم قبول الفرص الاستثمارية إلّا إذا كان العائد المتوقع منها يفوق تكلفة تمويلها، وبالتالي تكون فرصا لنمو المؤسسة وتطورها.

المطلب الأول: المنظور الاستراتيجي للنمو

يعتبر النمو وظيفة استراتيجية غايتها إنماء الطاقات الكلية للمؤسسة، تشكّلها السياسات المالية المتمثّلة في سياسة التمويل، سياسة الاستثمار، وسياسة توزيع الأرباح. كما يعتبر ظاهرة تعكس مدى نجاعة الاستراتيجيات المتعلقة ببقاء المؤسسة واستمرارها وتوسعها وتطوّرها (قدي و دادان، 2005، صفحة 519).

1- مفهوم النمو وحالاته:

يمكن أن يظهر النمو في شكل زيادة في حجم المؤسسة أو زيادة مستوى نشاطها، أو توسيع هياكلها المالية أو التسويقية أو الإنتاجية، أو توسيع دورة استغلالها. كما يمكن أن يظهر في تجديد وتغيير خصائصها الهيكلية من الناحية التمويلية، التكنولوجية، أو من ناحية الهيكل التنظيمي والموارد البشرية (بن ساسي، 2005، صفحة 340).

1- 1 مفهوم النمو:

إنّ مصطلح النمو Growth من المصطلحات كثيرة الاستخدام في المجتمع الاستثماري، وهو يعد مفهوما معقّدا يشوبه الكثير من الغموض من جهة بسبب طبيعته المعقّدة، ومن جهة أخرى بسبب اختلاف وجهات النظر حول تعريفه، فهناك من يراه ارتفاعا في النتائج، وهناك من ينظر إليه على أنّه ارتفاع في وسائل الإنتاج، وهناك من يهتم به كونه أحد مراحل دورة حياة المؤسسة، وهناك من يقارن بينه وبين التوسع.

فقد عرفّه Bienaymé على أنّه ظاهرة تؤثر بشكل مباشر على حجم المؤسسة خلال فترة زمنية معيّنة، قد تكون هذه الفترة طويلة عندما يرتكز النمو على الإنتاج، وقد تكون قصيرة نتيجة لتسارع دوران رأس المال مقارنة مع قدرات الإنتاج (كربوش، 2014، صفحة 44).

كما عرّف بأنه مقدار التوسع والتقدم الذي تحقّقه المؤسسة على مر الزمن (القرضاوي، 2012، صفحة 16)، وعرّف أيضا على أنّه تحسين في قدرات النظام حتى يستجيب للبيئة في تحقيق أهداف محددة (جمعة، 2000، صفحة 122).

أمّا من منظور النتائج فقد عرّف على أنّه الارتفاع الكمي في النتائج (رقم الأعمال، حجم الإنتاج، النتيجة الصافية، القيمة المضافة...الخ)، والذي يؤدي بدوره إلى تراكم الثروة ممّا يؤدي إلى نمو رأس المال.

ومن منظور وسائل الإنتاج عرّف على أنّه الارتفاع في وسائل الإنتاج المادية وغير المادية، الناتج عن الارتفاع في النتائج وفي ثروة المؤسسة وقدراتها التمويلية (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي –الإدارة المالية– أجوبة تمارين وحلول، 2011، صفحة 30).

من خلال التعريفات السابقة نرى أن النمو يعدّ هدفا استراتيجيا يتم تحقيقه على المدى البعيد، ويتطلب ذلك تسخير جميع الموارد والامكانيات بالإضافة إلى بذل مجهودات تنظيمية كبيرة مع الاستمرارية في تحقيق الفعالية (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 12) .

ولبيان نمط العلاقة بين نمو المؤسسة والاعتماد المتزايد على الديون كمصدر تمويل، يجب أن نفرق بين نوعين من النمو (حميد، 1995، الصفحات 220-221):

- **النمو الحقيقي:** يعبر عن الفرص المتاحة لاستغلال الموارد المالية للمؤسسة، ويؤدي إلى تعظيم العائد، ويرتكز إلى ما يلي:
  - السياسة المتبعة في توزيع الأرباح؛
  - عناصر المزيج التمويلي، وأثر هذا الأخير على نمو المؤسسة؛
  - تعظيم معدل العائد على الأموال المستثمرة في الأصول (معدل العائد على الأصول)؛
  - متانة البناء المالي للمؤسسة من حيث درجة التناسق بين عناصر الهيكل المالي، وبين عناصر هيكل الأصول في ظل درجة مناسبة من التوازن المالي؛
  - مدى مسايرة المؤسسة للتقدم التكنولوجي والفني في مجال الصناعة التي تنتمي إليها؛
  - المركز السوقي والتنافسي للمؤسسة.
- **النمو عن طريق التوسع:** يشير إلى زيادة حجم الأموال المستثمرة في الأصول، والتي تم تدبيرها من مصادر التمويل المختلفة. وعند تحقيق النمو عن طريق التوسع يكون معدل العائد

على الأصول مساو لمعدل الفائدة على القروض، لذلك لا يمكن الاعتماد على التوسع كمقياس لنمو المؤسسة إلّا في المدى القصير.

2-1 حالات النمو في المؤسسة:

هناك عدة حالات للنمو يمكن تقسيمها إلى حالات طبيعية وحالات مَرَضِيّة:

1-2-1 الحالات الطبيعية للنمو: تتمثل في الحالات التي لا يؤدي النمو فيها إلى انعكاسات سلبية، حيث ترافقه حالة من التوازن على مستوى الخزينة، حجم الاستدانة، والمردودية. أهم هذه الحالات (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 10):

أ. **النمو المتوازن:** يظهر عندما تكون فيها الوضعية المالية متوازنة تماما، حيث يتوافق النمو في رقم الأعمال مع الاحتياج في رأس المال العامل وكذلك مع القيود المالية المفروضة على مستوى البيئة المالية، وتكون الخزينة أيضا في حالة توازن، ويكون حجم الديون متناسب مع قيود الهيكل المالي ومستوى المردودية والاستثمارات اللازمة لاستمرار النمو. وذلك يتحقق عندما يكون الفائض الإجمالي للاستغلال قادر على تغطية الاحتياج في رأس المال العامل، وتعتبر هذه الحالة، الحالة المثلى للنمو.

ب. **النمو المتسارع المتحكم فيه:** ينشأ عند الارتفاع السريع في رقم الأعمال والناتج عن الطلب المتزايد على منتجات المؤسسة، ممّا يلزمها على الاستجابة للتغيرات الناتجة عن هذا الارتفاع، ونجد المؤسسات الكبرى الناشطة في الأسواق المالية الواعدة هي المؤسسات الأكثر قدرة على التحكم في هذا النمو.

ت. **النمو المتناوب:** بعض المؤسسات لديها أنشطة فصلية، حيث يتأثر نشاطها بتذبذب مستوى الطلب من فترة لأخرى، وعليه فإنّ رقم الأعمال يأخذ مستوًى متناوبًا، حيث يكون مرتفعا خلال فترات معينة ومنخفضا خلال فترات أخرى. وهذا يؤثر على جميع مكونات الدورة الاقتصادية حيث يحدث تذبذبا في السيولة، في الاحتياج في رأس المال العامل، وكذلك في مستوى التكاليف المباشرة. وهذا النوع من النمو يفرض على المؤسسة إيجاد الأسلوب الفعّال لمراقبة التغيرات التي تحدث على مستوى النشاط حتى لا تؤثر على التوازن المالي والمردودية، وكذلك البحث عن نمط تنظيمي يتميز بالمرونة للتغلب على هذه الصعوبات.

1-2-2 الحالات المَرَضِيّة للنمو: توجد حالتين للنمو غير مرغوب فيها وهي تشكل فخّا يجب على المؤسسة تجنّبه أوالتخفيف من انعكاساته وهي (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، الصفحات 26-27):

أ. **النمو المتسارع غير المتحكم فيه:** يتمثل في ارتفاع رقم الأعمال بمستوى يفوق الإمكانيات المالية الحالية للمؤسسة، ويحدث ذلك عندما تقوم المؤسسة بعمليات واسعة لرفع مستوى نشاطها، الارتفاع الشديد في رقم الأعمال يؤدي إلى زيادة الاحتياجات المالية المتعلقة بدورة الاستغلال وفي نفس الوقت تكون المؤسسة قد استهلكت إجمالي سيولتها، فيحدث عجزا في الخزينة يمكن أن يؤدي إلى التوقف عن الدفع، ممّا قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس.

ب. **النمو المتباطئ:** يمثل بداية النهاية لتواجد الأنشطة الحالية للمؤسسة في السوق، ويرجع ذلك إلى عوامل خاصة بالمؤسسة مثل انخفاض الطلب على منتجاتها الحالية بسبب تشبّع السوق بها، أو ضعف أدائها التنافسي أو التسويقي، بالإضافة إلى ظهور تقنيات جديدة والتي من شأنها أن تضعف الطلب على المنتجات التقليدية. إلى جانب الظروف الاقتصادية العامة مثل تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي، التطور التقني السريع وتدويل المنافسة، والتي تحدث تأثيرات سلبية على دورة حياة المنتجات وتجعلها تختفي بشكل أسرع من الأسواق.

2- استراتيجية النمو في المؤسسة:

تعد استراتيجية النمو من أهم الممارسات الإدارية في المؤسسة، تهدف الإدارة المالية من خلالها إلى تحقيق النمو، وهي تعتبر الوسيلة التي يتجسد عن طريقها النمو على أرض الواقع.

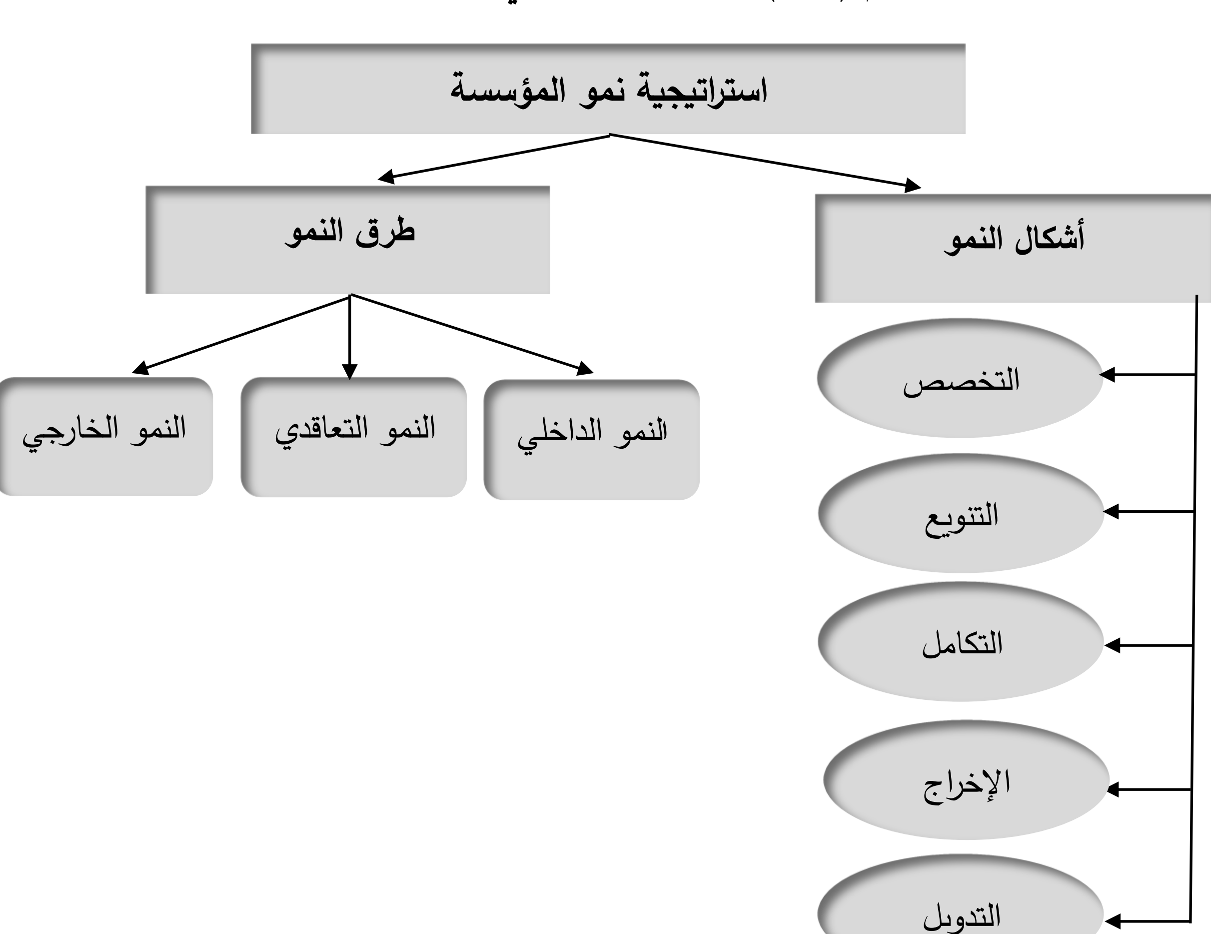
2-1 مفهوم استراتيجية النمو:

هي عبارة عن خطة طويلة المدى تهدف إلى تنامي حجم المؤسسة ونشاطها إلى أن يصل إلى الحجم الأمثل الذي يتيح لها الفرص للاستفادة من الامتيازات التي يتيحها النمو على جميع المستويات (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 12).

لهذه الاستراتيجية بعدين أساسيين، يتمثل البعد الأول في الاتجاه العام للنمو أي شكل النمو المتّبع ويسمى أيضا بسياسة النمو، وهذا عندما يكون التعديل أو النمو ضمن نشاط المؤسسة، أمّا البعد الثاني

فيتمثّل في الكيفية المتّبعة من قبل المؤسسة لتحقيق أشكال النمو ويسمى بطرق النمو، وهذا إذا كان التعديل على مستوى حدود المؤسسة (لعجالي، 2017، صفحة 11).

الشكل رقم (2-2): استراتيجية النمو في المؤسسة



المصدر: (بلمهدي و لعجالي، 2018، صفحة 87)

2-2 أشكال النمو:

يقصد بها التوجه العام الذي تعتمده المؤسسة للنمو، أي القيم التي يضعها الملّاك ويلتزم بها المدراء وهناك عدة أشكال للنمو هي (لعجالي، 2012، صفحة 48):

- **التخصص:** يقوم على تركيز جهود المؤسسة على خدمة مهنة واحدة أو نشاط وحيد.
- **التنويع:** عكس التخصص فهو يعتمد على تنمية نشاطات جديدة.
- **التكامل:** يقوم على ممارسة نشاط يقع ضمن نظام القيمة التي تنتمي إليه المؤسسة.

- **الإخراج:** يعتمد على تفويض نشاط كانت تقوم به المؤسسة لشريك خارجي.
- **التدويل:** هو تنويع جغرافي خارج الحدود الوطنية.

2-3 طرق النمو:

من أجل تنفيذ أشكال النمو السابقة تلجأ المؤسسة إلى طرق النمو التالية:

2-3-1 النمو الداخلي Internal Growth: تعدّدت تعريفات الباحثين للنمو الداخلي فمنهم من عرّفه على أساس مصادر تمويله، ومنهم من عرّفه على أساس القدرات الإنتاجية الناجمة عنه. وسنهتم بتعريفه حسب مصادر التمويل حيث عرّف بأنّه النمو الناتج عن استخدام المؤسسة لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والاحتياطات، أو حصولها على رؤوس أموال نقدية دون أن تتوحد مع مؤسسات أخرى (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي-الأدارة المالية- دروس وتطبيقات، 2011، الصفحات 43-44).

والنمو الداخلي هو النمو الطبيعي بالنسبة للمؤسسة فهو يمثل الخيار الأول لها، أمّا إذا كان لا يستجيب لتطلعاتها فيمكنها الانتقال إلى الطرق الأخرى (بلمهدي و لعجالي، 2018، صفحة 108).

2-3-2 النمو الخارجي External Growth: عكس النمو الداخلي فإنّ النمو الخارجي هو النمو الناتج عن استخدام المؤسسة لمصادر التمويل الخارجية. وقد عرّف بأنّه عملية خارجية من أجل زيادة حجم المؤسسة وتعديل في خصائصها عن طريق التجمّع مع مؤسسات أخرى أو الاستيلاء عليها (لعجالي، 2017، صفحة 14).

توجد عدة استراتيجيات للنمو الخارجي يختلف استخدامها تبعا لطبيعة المؤسسة وتطور محيطها المالي، وتأخذ شكلين مختلفين:

أ. **الأشكال القانونية:** تتمثل في الحيازة الجزئية والحيازة الكلية بأشكالها المختلفة (الاندماج عن طريق الابتلاع، الاندماج المتعادل، الاندماج عن طريق الإسهام الجزئي في الموارد، الاندماج عن طريق التجزئة) (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، الصفحات 75-77).

ب. **الأشكال المالية:** تتم على مستوى الأسواق المالية، وتهدف إلى السيطرة على موارد المؤسسة المدرجة في البورصة عن طريق المساهمة في رأس مالها، ويتم ذلك بعدة تقنيات أهمها العروض

العامة للشراء، العروض العامة للبيع والعروض العامة للمبادلة (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي –الإدارة المالية– أجوبة تمارين وحلول، 2011، صفحة 33).

2-3-3 النمو التعاقدي: يسمى أيضا بالنمو المتّصل، ويتم عن طريق التعاون المتبادل بين المؤسسة والمؤسسات الأخرى دون الاستحواذ عليها أو الاندماج معها، بسبب ارتفاع تكاليف هذا الأخير. وبالتالي تحقّق المؤسسة مزايا النمو الخارجي بدون أن تتحمل تكاليفه المرتفعة، حيث يتم التعاون بين المؤسسات دون فقدانها لاستقلاليتها (لعجالي، 2017، صفحة 14).

كل هذه الاستراتيجيات تتطلب حجما من الأموال مقارنة بوضعية المؤسسة الأولية، ويكون ذلك متبوعا بارتفاع الاحتياجات التمويلية وكذلك المخاطر، ممّا يستوجب أن يكون لدى المؤسسة الكفاءة اللّازمة للتحكم في تلك المتغيرات سواء المتعلقة بنشاط المؤسسة (إنتاج، تمويل...الخ)، أو المتعلقة بالسوق (المنافسة، العرض...) (دادان، 2008، صفحة 168).

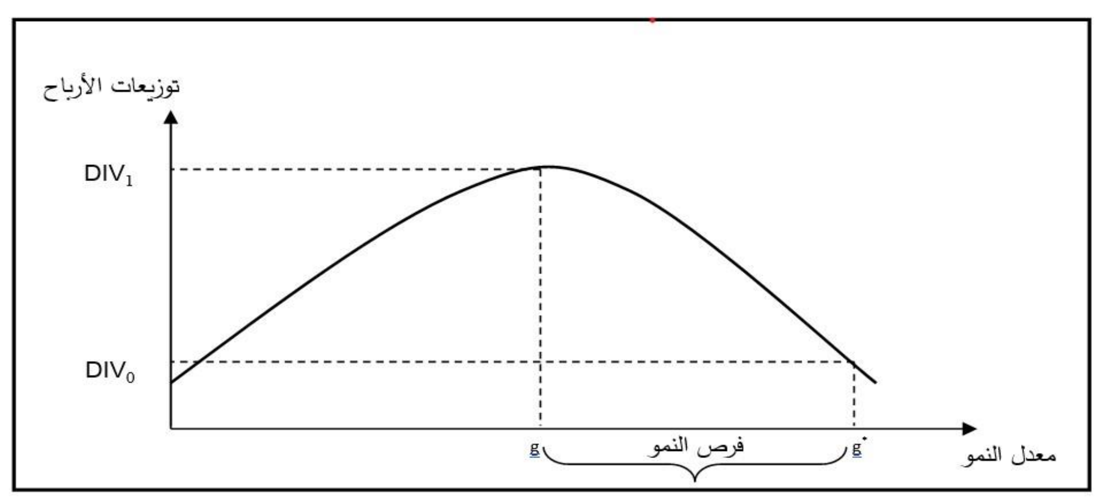
3- أهداف استراتيجية النمو:

لاستراتيجية النمو عدة أهداف وعلى مستويات مختلفة أهمّها:

3-1 على المستوى التسييري:

يتمثل الهدف الأساسي لاستراتيجية النمو على هذا المستوى في تحقيق التوافق بين أهداف الإدارة والملّاك والمتمثلة في تعظيم الأرباح من جهة والنمو من جهة أخرى. والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-3): أهداف استراتيجية النمو على المستوى التسييري



المصدر: (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 12)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنّ هناك تعارضا كبيرا بين الإدارة والملّاك، فالإدارة تهدف إلى تحقيق أعلى درجة ممكنة للنمو بالوصول إلى المعدل *g وذلك بتوفير الموارد اللّازمة واقتناص فرص النمو المتاحة، في حين يهدف الملّاك إلى تعظيم الأرباح، وذلك بالحصول على أعلى قدر ممكن من الأرباح الموزعةDIV_1، والذي يكون عنده مستوى النمو أقل من المستوى المستهدف من قبل الإدارة. ويرجع ذلك إلى أنّ الإدارة تسعى إلى تخفيض حجم الأرباح الموزعة من المستوى DIV_1 إلى المستوى DIV_0 للّرفع من قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، وبالتالي تعزيز الهيكل المالي للمؤسسة بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية في تمويل فرص النمو المتاحة.

استنادا على ذلك فإنّ نجاح استراتيجية النمو متوقف على إيجاد مجال أمثل للنمو يحقق رضا الطرفين، ويعتبر ذلك السبيل المناسب لتمويل فرص النمو دون إحداث خلل في التوازن.

3-2 على المستوى التنافسي:

يتحقّق النمو على هذا المستوى من خلال اكتساب المؤسسة لحصص سوقية كبيرة مقارنة مع المنافسين، وذلك بامتلاكها للأدوات التنافسية الضرورية الناتجة عن زيادة حجمها، والتي تستخدم كوسيلة للسّيطرة عليهم، والمتمثلة في وفورات الحجم، أثر الخبرة، أثر التمرن. وهذه العوامل تساهم في تحقيق النمو بسبب التأثيرات التي تحدثها، فالقدرة على التحكّم في التكاليف الناجمة عن أثر الخبرة ووفورات الحجم تسمح لها بالمناورة في الأسعار واتخاذ وضعيّات تنافسية قوية تمكّنها من النمو، كما أنّ تراكم الخبرات يكسبها قوة تفاوضية كبيرة مع مختلف المتعاملين الاقتصاديين ويمكّنها من تحقيق مكانة سوقية مهمة، ويسمح لها بالمحافظة على المقومات الأساسية للبقاء (الحجم، المردودية، حواجز الدخول) والتي تعتبر حصنا تحتمي به من مخاطر المنافسين المحتملين (كربوش، 2014، صفحة 51).

3-3 على المستوى المالي:

يساهم النمو في التخفيض من درجة المخاطر، حيث تتوزع هذه الأخيرة على مجموعة من الأنشطة والقطاعات، كما أنّه يحقق المرونة المالية التي تضمن للمؤسسة الحصول على المصادر الضرورية للتمويل تحت قيد تحسين المردودية والاستقلالية المالية، فكلّما زاد حجم المؤسسة تحسّنت مردوديتها وارتفعت قدرتها على تمويل احتياجاتها المالية إمّا عن طريق التمويل الذاتي أو عن طريق

الاستدانة ممّا يؤدي بدوره إلى ارتفاع حجم الأصول(بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، الصفحات 30-31).

المطلب الثاني: ماهية فرص النمو

تعتبر المؤسسة نظاما مفتوحا يتفاعل مع البيئة التي يتواجد فيها، فيؤثر فيها ويتأثر بها، وتتميز هذه البيئة باللّاتأكد فقد تتيح للمؤسسة فرصا لكي تنمو وتحسّن من وضعيتها، وقد تضعها أمام مجموعة من التهديدات التي يمكن أن تؤدي إلى إفلاسها وزوالها من السوق إذا ما استطاعت التنبؤ بها والتعامل معها كما ينبغي (كربوش، 2014، صفحة 48).

1- مفهوم فرص النمو:

هي وضعيّات مؤقتة وجذّابة للمؤسسة ومنافسيها، إذ أنّها لا تتكرر بنفس الشكل في أغلب الأحيان، ويتوقف اغتنام هذه الفرص على قدرة المؤسسة على اكتشافها المبكّر أولا، ثم على تكييفها مع أهدافها المسطّرة من جهة، ومع ما تملكه من موارد وامكانيات تؤهلها لاقتنائها من جهة أخرى ، ثم اتخاذ القرار بسرعة وفعالية لأنّ التّأخر أو عدم التفاعل الجيد مع هذه الحالات يؤدي إلى ضياع الفرص واستفادة المنافسين منها، ممّا يؤدي إلى تدهور مكانة المؤسسة التنافسية في السوق (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 9).

يتم تحليل فرص النمو كخيار للفرص الاستثمارية المستقبلية المربحة، والتي تكون قادرة على توليد تدفقات نقدية صافية في المستقبل، إذ تمثّل الأرباح المتوقعة فرصة ترفع من قيمة المؤسسة (Subagyo, 2021, p. 815). حيث يعرّف Myers (1977) فرص النمو على أنّها جزء من قيمة المؤسسة، تعتمد على تقدير النفقات المستقبلية للمؤسسة التي تتضمن الاستثمارات المستقبلية والتكاليف المتغيرة، والتي تعزّز من قيمة المؤسسة. ويعتمد ذلك على الأصول الرأسمالية والتكلفة الغارقة (DANILA, NOREEN, AZIZAN, FARID, & AHMED, 2020, p. 2). وهذه القيمة تنخفض بانخفاض نسبة الأصول الرأسمالية في المؤسسة، وتزداد بزيادة فرص النمو (Gul, 1999, p. 143).

كما عرّفت بأنها الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (العامري، 2013، صفحة 123).

وتعتبر فرص الاستثمار في الأصول الإنتاجية (مصنع أو علامة تجارية) مماثلة لخيار الشراء للأصول الحقيقية. وهذه الفرص تشكل خيارا للنمو يسمح بتقدير الزيادة في الطاقة الإنتاجية، تطوير منتج جديد، تجديد المشاريع، وكذلك الاستحواذ على مؤسسات أخرى (Meghouar, 2016, p. 59).

وتعدّ فرص النمو مهمة جدا للمؤسسة لأنّها توفر حظوظا أكثر لتوليد قيمة للمساهمين، كما أنّها تعتبر محرّكا هاما لقرارات المؤسسة المتعلقة بالبحث عن تمويل خارجي جديد في الأسواق المالية (Chen, Li, Ng, & Wang, 2021, p. 3).

2- أهم فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة:

توجد العديد من فرص النمو التي يمكن أن يتيحها المحيط للمؤسسة، سنحاول التطرق لأهمّها:

2-1 منتجات جديدة:

إنّ نجاح المؤسسة في تعويض منتجاتها بمنتجات جديدة عند انخفاض الطلب عليها يعزّز من مكانتها التنافسية والسوقية ويمنحها فرص نمو متتالية (بن ساسي، الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية، 2011، صفحة 9).

2-2 النمو الاقتصادي:

يرتبط نمو المؤسسات ارتباطا متبادلا بالنمو الاقتصادي الكلي، فتحقيق المؤسسات لقيمة مضافة ناتجة عن تحكمها في الاستهلاكات الوسيطية أو عن ارتفاع رقم أعمالها يؤدي إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي، هذا الارتفاع يؤدي إلى ارتفاع الطلب العام والذي يمثل فرصة للمؤسسة كي ترفع من رقم أعمالها وبالتالي تحقق النمو (كربوش، 2014، صفحة 49).

2-3 تغير أذواق المستهلكين:

يعتبر التغير السريع في أذواق المستهلكين الناتج عن الإشهار والترويج فرصة مهمة للمؤسسة للرّفع من رقم أعمالها، ويتوقف ذلك على القدرات الإبداعية لديها وعلى مراقبتها لسلوك المستهلكين، حتى تتمكّن من تلبية رغباتهم وتقديم عروض متناسبة مع طلب السوق كما ونوعا (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 32).

2-4 اختراق أسواق جديدة:

من أجل الحصول على فرص نمو مرتفعة تلجأ المؤسسة إلى البحث عن أسواق جديدة.

5-2 توسيع النشاط:

توسيع النشاط يعتبر فرصة لنمو المؤسسة، خاصة إذا كانت فرص النمو منخفضة أمامها في السوق الحالي (بن ساسي، 2005، صفحة 340).

3- مؤشرات قياس فرص النمو:

يمكن التعبير عن فرص النمو المتوقعة للمؤسسة بعدة مؤشرات أهمها:

1-3 نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (MBVA):

تعبر القيمة الدفترية للأصول عن الأصول الرأسمالية الموجودة في المؤسسة، في حين تعبر القيمة السوقية للأصول عن الفرص الاستثمارية والأصول الرأسمالية في المؤسسة (أبو شعبان، 2017، صفحة 58).

ويتم حساب هذه النسبة بالمعادلة التالية (Mustafa, Mas'ud, Junaid, Nur, & Nasir, 2020, p. 12):

$$\text{MBVA} = \frac{MVA}{BVA}$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية للأصول؛

BVA: القيمة الدفترية للأصول.

إنّ ارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشر على ارتفاع فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة في مجال الأصول الرأسمالية.

2-3 نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MBVE):

القيمة الدفترية لحقوق الملكية تمثل القيمة المتراكمة الناتجة عن الأصول، بينما تمثل القيمة السوقية لحقوق الملكية القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمساهمين والمتولّدة عن الأصول الرأسمالية والفرص الاستثمارية المستقبلية معا، وهذه النسبة تقيس المزيج من التدفقات النقدية المتولد من الأصول الرأسمالية والفرص الاستثمارية المستقبلية.

ويتم التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية (سويدان، الربضي، و عواد، 2015، صفحة 267):

$$\text{MBVE} = \frac{MVE}{BVE}$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

3-3 نسبة العائد للسعر Earning Price Ratio:

تعبّر عن نسبة الربح العائد للسهم الواحد إلى السعر السوقي للسهم، وضّح Chung and Charoenwong (1991) أنّ هذه النسبة مرتبطة ارتباطا عكسيا بفرص النمو، فكلّما زادت هذه النسبة كلما زادت نسبة قيمة حقوق الملكية المتولّدة من العائد على الأصول الرأسمالية، كما أظهرا أن نسبة العائد للسعر (EPR) أكثر قوة من نسبة السعر للعائد (PER)، وذلك عندما تكون لدى المؤسسة أرباحا قريبة من الصفر أو خسائر.

ويتم التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية (Gul, 1999, p. 146):

$$\mathbf{EPR} = \frac{\boldsymbol{EPS}}{\mathbf{P}}$$

حيث:

EPS: العائد على السهم

P: السعر السوقي للسهم

4-3 نسبة السعر للعائد Price Earning Ratio:

تسمى بمضاعف الربحية، تبين الثمن الذي يدفعه المستثمر للسهم مقابل كل دينار من الربح، حيث تفسر العلاقة بين السعر السوقي للسهم العادي والعائد على السهم، أمّا من وجهة نظر المستثمر فهي تمثل قدرة المؤسسة المستقبلية على تحقيق الربح، يدل ارتفاع هذه النسبة على ارتفاع فرص النمو والعكس صحيح (بني خلف، 2017، صفحة 10).

ويتم التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\mathbf{PER} = \frac{\boldsymbol{P}}{\mathbf{EPS}}$$

ترتبط هذه النسبة بعلاقة عكسية مع المخاطرة، فالمستثمر يقيّم السهم بناء على معدل النمو في ربحيته، لذلك تصنف المؤسسات التي لها نسبةP/E مرتفعة على أنّها أسهم نمو Growth Stock، أمّا

المؤسسات التي لديها نسبة P/E منخفضة فتصنف على أنّها أسهم قيمة Value Stock (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 147).

4- مصادر تمويل فرص النمو:

يمكن للمؤسسة تمويل فرص نموها عن طريق إصدار أسهم جديدة أو ديون جديدة، أو عن طريق التمويل الذاتي والذي يعني تمويل معظم الاستثمارات عن طريق التدفقات النقدية المتأتية من الاستغلال، كما أنّ عمليات التنازل عن الأصول يمكن أن توفر أيضا موارد مالية إضافية. وبهذا تكون المؤسسة أمام ثلاثة قرارات مهمة: قرار رفع رأس المال، قرار الاستدانة، وقرار توزيع الأرباح (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, Finance d'entreprise, 2012, p. 279). وتختلف الخصوصية التمويلية للمؤسسات باختلاف حجمها وبيئتها وطبيعتها القانونية بالإضافة إلى توجهات الإدارة والملاك (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 131). ويمكن تقسيم مصادر تمويل فرص النمو الى مصادر تمويل داخلية وأخرى خارجية.

4-1 التمويل الداخلي لفرص النمو:

يقصد به مجموع الموارد التي يمكن أن تحصل عليها المؤسسة بطريقة ذاتية دون اللّجوء الى الخارج، وتتمثل أساسا في التمويل الذاتي والذي يعرف على أنّه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها (بلعجوز و صاطوري، 2013، صفحة 76)، وهو عبارة عن الفائض النقدي الذي تحصل عليه المؤسسة من نشاطها التشغيلي والذي يظل تحت تصرفها لفترة طويلة نسبيا (Chiha, 2009, p. 92).

إنّ ارتفاع مستوى التمويل الذاتي يضمن للمؤسسة الاستقلالية المالية فهو يقلّل من مخاطر العسر المالي والتوقف عن الدفع التي قد تؤدي إلى الإفلاس، كما أنّه يلعب دورا مهما في حصولها على مصادر التمويل الخارجية لأنّ الوسطاء الماليين لا يقومون بمنح المؤسسة اعتمادات مالية إلّا عندما يكون لديها تمويل ذاتي يضمن قدرتها على السداد (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 131).

يتكون التمويل الذاتي لأي مؤسسة من الاهتلاكات، المؤونات والمخصصات، والأرباح المحتجزة التي تعتبر المصدر الأساسي لتمويل فرص النمو (بوراس، 2008، صفحة 28).

ويتأثر مستوى التمويل الذاتي بعنصرين أساسيين هما سياسة توزيع الأرباح وقدرة المؤسسة على تحقيق فوائض نقدية، والتي ترتبط بقدرة المؤسسة على التفاوض مع أصحاب المصالح، فكلّما زادت القدرة التفاوضية للمؤسسة كلّما حققت قيمة مضافة أكبر، وبالتالي يرتفع مستوى التمويل الذاتي لديها، وتظهر قدرتها التفاوضية مع الدائنين في تخفيض تكلفة الديون، ومع المساهمين في تخفيض نسبة الأرباح الموزعة، ومع الدولة في تخفيض الضرائب. كما يتأثر أيضا في قدرة المؤسسة على التحكم في مصاريف المستخدمين (تبر، 2009، صفحة 19).

4-2 التمويل الخارجي لفرص النمو:

يتضمن جميع الموارد التي يمكن أن تتحصل عليها المؤسسة من المصادر الخارجية، حيث أنّ ارتفاع فرص النمو يفرض على المؤسسة اللّجوء إلى مصادر خارجية لتمويلها، كالاستدانة أو الرفع من رأس المال.

4-2-1 الديون كمصدر لتمويل فرص النمو: عندما لا تتمكن المؤسسة من تمويل فرص نموها عن طريق التمويل الذاتي، فإنها تلجأ إلى الاستدانة، والتي تعد عاملا أساسيا لتحقيق النمو، فهي متغير استراتيجي لتحقيق النمو في الأصول الاقتصادية والرفع من القدرات الإنتاجية، ويتوقف حجم الاستدانة تبعا لمعدل نمو النشاط، حيث تبرز ضرورة الاستدانة بوضوح عندما لا يتوافق معدل النمو في التمويل الذاتي مع معدل النمو في الاحتياجات المالية. خاصة أنّ احتجاز الأرباح يعتبر عملية محدودة ومتوقفة على إرادة المساهمين، كما أنّ الرفع من رأس المال يعد قرارا صعبا وخطيرا وله آثارا سلبية على الوضعية المالية للمؤسسة (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 250)، خاصة إذا كان مفروضا عليها مجاراة النمو في السوق بسبب الضغط الذي تولّده القوى التنافسية. وكذلك عند عدم قدرتها على إقناع المساهمين بإعادة استثمار الأرباح (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 135).

وتتنوع مصادر التمويل بالدين كما رأينا في الفصل الأول إلى قروض طويلة وقصيرة الأجل، سندات، وتمويل تأجيري. وهذه المصادر يمكن أن تزيد من المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة كما يمكن أن تهدد استقلاليتها وسيادتها المالية (جمعة، 2000، صفحة 135).

ارتفاع مستوى الاستدانة مرتبط بمستوى المردودية المالية، وذلك بفعل أثر الرافعة المالية حيث لا يمكن أن تستمر المؤسسة في الاقتراض إذا كانت مردوديتها الاقتصادية أقل من تكلفة الديون، لأنّ

ذلك يؤدي إلى انخفاض المردودية المالية، وبالتالي انخفاض معدل النمو ومردودية المساهمين وهو ما يعرف بالأثر السلبي للرافعة المالية. والعكس صحيح إذا كانت المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون. وهنا يمكن أن تعتمد المؤسسة على الاستدانة كأهم مصدر لتمويل فرص النمو (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، صفحة 136).

2-2-4 رفع رأس المال: يمكن للمؤسسة أيضا تمويل فرص نموها برفع رأسمالها، وذلك بطرح أسهم جديدة في السوق المالي، ممّا يؤدي إلى زيادة رأس المال نقدا، ويتم إصدار الأسهم الجديدة بقيمة مساوية لقيمتها الإسمية أو بقيمة أعلى، تسمى هذه الزيادة بعلاوة الإصدار والتي تهدف إلى المساواة بين المساهمين الجدد والمساهمين الحاليين، وذلك بجعل المساهمين الجدد يدفعون ثمن اكتسابهم الحق في الاحتياطات. أو عن طريق الزيادة العينية في رأس المال بزيادة حجم الأصول، ويحدث ذلك عادة في حالات الاندماج بين المؤسسات، إذ ينجم عن ذلك زيادة حقوق الملكية والأصول في آن واحد وبنفس القدر، ممّا يحافظ على التوازن المالي للمؤسسة (رزقي، 2008، صفحة 35).

وهذه العملية تحيط بها قيود كثيرة مثل الشكل القانوني للمؤسسة، اتجاه المسيرين والمستثمرين نحو فتح رأس المال للمساهمة، وجود أو عدم وجود سوق مالي...إلخ، ونجاحها متوقف على عدة عوامل منها عوامل داخلية أهمّها قدرة المؤسسة على تحقيق مردودية مرتفعة، وعوامل خارجية تتمثل في طبيعة المساهمين ومخاطر البيئة المالية (بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، 2008، الصفحات 137-138).

المطلب الثالث: المقاربة المالية للنمو

تعتبر المقاربة المالية من أكثر المقاربات التي تستخدم في تحليل ظاهرة نمو المؤسسة، وذلك لأهمية الوظيفة المالية ودورها في تحقيق النمو من جهة، ومن جهة أخرى حساسية هذه الوظيفة للعوامل التي تؤثر سلبا على نمو المؤسسة كمخاطر الإفلاس والعجز في الخزينة.

1- معايير النمو:

توجد العديد من المعايير المستخدمة لقياس وتقدير نمو المؤسسة، والتي يمكن تصنيفها إلى معايير اقتصادية تتعلق بالنشاط الاقتصادي أو الاستغلالي للمؤسسة من أهمها النمو في الإنتاج، النمو في رقم الأعمال، والذي يعتبر أهم مؤشر فهو يبين تطور أو تدهور نشاط المؤسسة خلال فترة

زمنية معينة (دادان، 2008، صفحة 185)، والنمو في القيمة المضافة الذي يعدّ مقياسا لقدرة المؤسسة على تمويل مستقبلها (فرص نموها)، ويمكن الحصول عليه بإعادة استثمار المؤسسة لجزء من الفائض الإجمالي لتمويل الزيادة في الاحتياجات الاستثمارية. حيث تحدد نسبة الأرباح المحتجزة إلى القيمة المضافة القيمة التي استطاعت المؤسسة تكوينها خلال الفترة الماضية لتمويل مستقبلها (جمعة، 2000، صفحة 126). ومعايير مالية تتمثل في مجموعة المعايير التي تتعلق بالجانب المالي للمؤسسة وترتبط بالقرارات المالية (قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح) والتي سنركز عليها في دراستنا ومن أهمها:

1-1 معدل النمو المستقل (المدعم)Independant Growth Rate:

يمثل أقصى معدل نمو تستطيع المؤسسة تمويله، ويرى البعض أنّه فرض عدم توزيع الأرباح على المساهمين، ومن ثم نجد أنّه يساوي مردودية أموال الملكية. يتم حسابه ابتداء من جداول التدفقات المالية المتوقعة لتمويل الاستخدامات اللازمة لنمو معين (جمعة، 2000، صفحة 127)، ويتم حساب هذا المعدل وفق العلاقة التالية (العامري، 2010، صفحة 273):

$$SG = ROE * b$$

$$SG = ROE * (1-d)$$

حيث:

SG: معدل النمو المستقل؛

ROE: معدل المردودية المالية (العائد على حقوق الملكية)؛

b: معدل احتجاز الأرباح؛

d: معدل توزيع الأرباح.

يتأثر هذا المعدل بمتغيرين أساسيين هما سياسة توزيع الأرباح والسياسة المالية، ممّا يضع المؤسسة أمام خيارين: توزيع الأرباح لتشجيع المستثمرين، أو الاحتفاظ بها لتغذية النمو، وهو ما يجعل من معدل توزيع الأرباح أو معدل احتجاز الأرباح مقياسا للتمويل الداخلي للنمو (دادان، 2008، صفحة 189).

2-1 التمويل الذاتي:

إنّ تطوّر التمويل الذاتي من سنة إلى أخرى يعد مؤشرا لمدى قدرة المؤسسة على توليد قيمة إضافية لأموالها الخاصة، وكلّما حقّقت المؤسسة مستوى أكبر من التمويل الذاتي كلّما ازدادت درجة

استقلاليتها المالية، فالتمويل الذاتي هو المصدر الأساسي والحقيقي للنمو الداخلي المستقل للمؤسسة، وسياسة التمويل الذاتي يمكنها أن تحقّق نموا متزايدا للمؤسسة من سنة إلى أخرى وبالتالي الرفع من قيمتها. ويحسب معدل التمويل الذاتي بالعلاقة التالية (دادان، 2008، صفحة 188):

معدل التمويل الذاتي = $\frac{\text{التمويل الذاتي}}{\text{الاستثمارات الجديدة}}$

3-1 نمو حقوق الملكية (الأموال الخاصة):

يتمثل هدف المؤسسة في الأجل الطويل في نمو حقوق ملكيتها (أموالها الخاصة)، ويفسر هذا النمو والذي يتحقق من التمويل الذاتي نمو القدرة المالية للمؤسسة كما يلي (جمعة، 2000، صفحة 126):

معدل النمو في حقوق الملكية = $\frac{\text{صافي النتائج المستثمرة}}{\text{حقوق الملكية}}$

تظهر هذه النسبة المعدل السنوي للتوسّع الخاص بالمؤسسة في الأجل الطويل والمتوسط، وهي تتأثر بمعدل توزيع الأرباح، فكلّما كان معدل توزيع الأرباح صغيرا كلّما ازداد معدل النمو في حقوق الملكية، وبعبارة أخرى كلّما ازداد معدل احتجاز الأرباح ازداد معدل النمو في حقوق الملكية.

4-1 نمو صافي ربح السهم:

يعرف بالنمو الداخلي لطريقة BISECT، والتي تشرح التغير في صافي ربح السهم عبر فترة زمنية طويلة تتراوح ما بين 5 و10 سنوات، حيث يتبين أنّ المتغير الأساسي للنمو الربحي هو معدل النمو الداخلي (جمعة، 2000، الصفحات 128-129)، والذي يعتبر أداة تحليلية لإظهار النمو الربحي، كدالة لمعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل احتجاز الأرباح، ويتأثر النمو الربحي بسياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح (قدي و دادان، 2005، صفحة 524)، ويؤثر هو بدوره على قيمة المؤسسة.

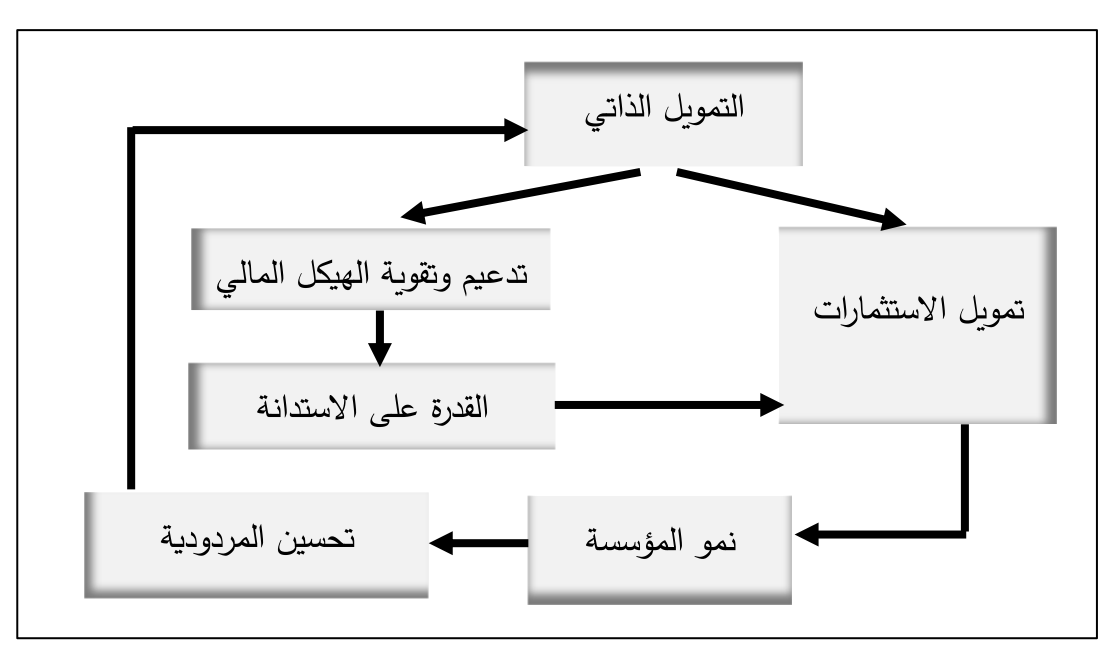
ارتفاع هذا الأخير يعتبر من أفضل معايير النمو من وجهة نظر المساهم، لأنّ السعر السوقي للسهم يرتبط مباشرة مع الأرباح المحققة والمتوقعة. إلّا أنّ تقدير النمو بهذا المعيار يواجه عدة مشاكل

ناشئة عن المعالجة الضريبية والمحاسبية والتشريعية التي تتكيف وفقها القوائم المالية للمؤسسة، دون أن ننسى الصعوبات المتعلقة بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية، وأيضا الظواهر المتعلقة بالبورصة (جمعة، 2000، صفحة 129).

2- السيرورة المالية للنمو:

تعتبر أموال الملكية المصدر المالي الأساسي لتمويل فرص النمو، حيث يعمل التمويل الذاتي على تقوية المركز المالي للمؤسسة وزيادة قدرتها على الاستدانة، ممّا يمكّنها من تنويع مصادر تمويل فرص نموها (دربال، 2012، الصفحات 58-59)، وبالتالي زيادة رأسمالها المادي، التقني، البشري...، ما يؤدي إلى نموها. ويؤدي هذا النمو بدوره إلى تحسين مردودية المؤسسة، ومن ثم تغذية أموال الملكية من جديد. وهكذا تظهر السيرورة المالية للنمو وهي مفهوم يشبه جدا مفهوم التغذية العكسية (قدي و دادان، 2005، صفحة 520). كما هو موضّح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-4): السيرورة المالية للنمو



المصدر: (قدي و دادان، 2005، صفحة 520)

ويمكن تفسير هذه السيرورة بتحليل العلاقة بين (العائد) والنمو.

2-1 المردودية والنمو:

إنّ العلاقة بين المردودية والنمو علاقة قوية ودقيقة، فالمردودية تعتبر مؤشرا جيدا من مؤشرات النمو الداخلي، وتحليل المردودية يعتبر جانبا مهمّا في تحليل سيرورة النمو.

تعرف المردودية على أنّها العلاقة بين النتائج المحقّقة والوسائل المستعملة في تحقيق تلك النتائج، وهي تقيس كفاءة وفعالية المؤسسة (دربال، 2012، صفحة 59). ويمكن التمييز بين نوعين من المردودية:

2-1-1 المردودية الاقتصادية: تعبّر عن مساهمة أصول المؤسسة في تكوين النتيجة الصافية للدورة، أي أنّها تقيس مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الدورة الصافية (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 315). وهناك العديد من المؤشرات لقياسها من أبرزها العائد على الأصول، ويتم حسابه بالعلاقة التالية (Widajatun & Suhenri, 2020, p. 3126):

$$\text{ROA}= \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Total Assets}}$$

حيث:

Net Income: صافي الدخل (النتيجة الصافية للدورة)

2-1-2 المردودية المالية: تعرف بأنّها مردودية أموال الملكية، وهي تعبر عن مدى مساهمة أموال الملكية في تحقيق نتائج المؤسسة (دربال، 2012، صفحة 60)، ويعبر عنها بالعائد على حقوق الملكية، والذي يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$\text{ROE} = \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Equity}}$$

ونظرا لأهمية معدل العائد على حقوق الملكية نجد أنّ المحلّل المالي يهتم بتحليله للتعرف على العوامل والمتغيرات التي تؤثر فيه، ولقد تم تحليله كما يلي (الزبيدي، 2008، صفحة 139):

$$\text{ROE} = \frac{\textit{Total Assets}}{\text{Equity}} \times \frac{\textit{Net Sales}}{\textit{Total Assets}} \times \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Net Sales}}$$

أي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{صافي المبيعات}}$$

من خلال هذا النموذج نلاحظ أنّ معدل العائد على حقوق الملكية هو انعكاس لثلاث متغيرات مهمة:

- **(إجمالي الأصول/حقوق الملكية):** تسمى هذه النسبة بمعامل الاستدانة وهي تعبّر عن الهيكل المالي للمؤسسة.
- **(صافي المبيعات/إجمالي الأصول):** تسمى معدل دوران الأصول، وهي تعبر عن الفعالية الإنتاجية للمؤسسة.
- **(صافي الربح/صافي المبيعات):** تسمى هذه النسبة بالهامش الصافي وهي تعبر عن السياسة التجارية للمؤسسة (دربال، 2012، صفحة 60).

كما يمكن التعبير عن المردودية المالية (معدل العائد على حقوق الملكية) من خلال العلاقة المشتقة من المردودية الاقتصادية (معدل العائد على الأصول) (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 445):

$$\mathbf{ROE= [ROA+ (ROA - i)\frac{D}{E}] (1 - t)}$$

حيث:

i: تكلفة الديون؛

D: إجمالي الديون ؛

E: إجمالي حقوق الملكية؛

t: معدل الضريبة على الأرباح؛

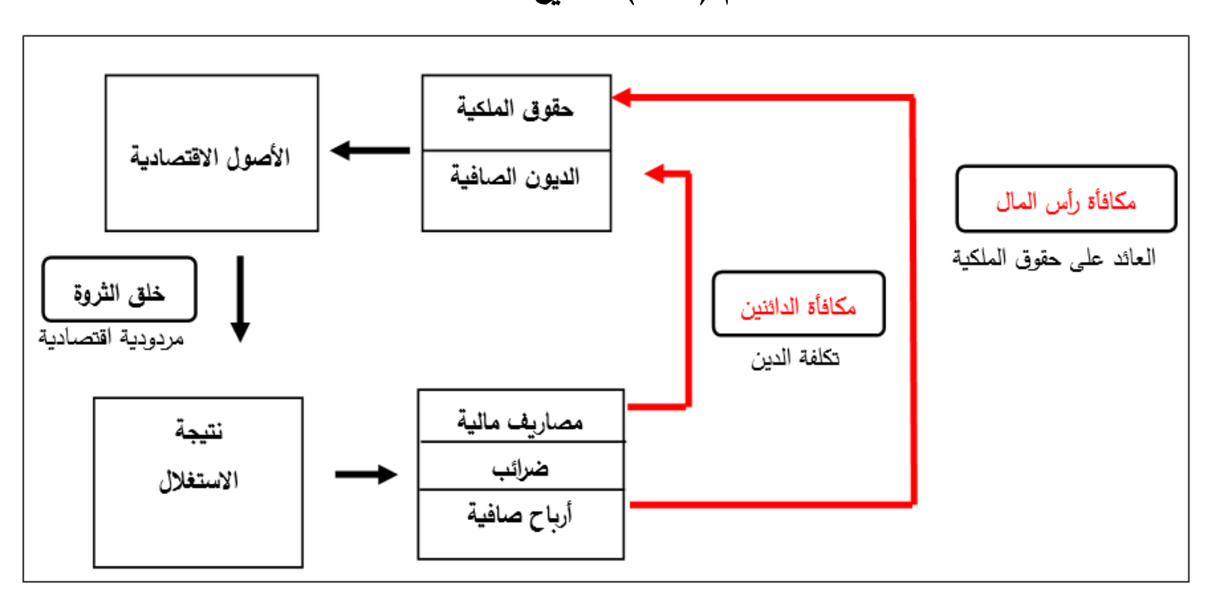
وتمثل النسبة **(D/E)** الرافعة المالية وهي التي تعبر عن الهيكل المالي للمؤسسة.

2-3 الرافعة المالية:

تمثل الدرجة التي تعتمد فيها المؤسسة على الديون في تمويل أصولها (عبد الله، 2015، صفحة 138)، وهي تمثّل الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، وأثرها يشرح معدل العائد على حقوق الملكية كدالة لتكلفة الدين ومعدل العائد على الأصول (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 233).

والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-5): توزيع الثروة المحقّقة



المصدر: (Vernimmen, Quiry, & Franck, Finance d'entreprise, 1998, p. 233)

نلاحظ من الشكل أعلاه أنّ الأصل الذي يتم تمويله بمزيج من الديون وحقوق الملكية من المفروض أنّه يولّد مردودية اقتصادية تمكّن من توزيع الأرباح بين كل من الدائنين (فوائد)، والدولة (ضرائب على الأرباح)، والمساهمين (أرباح صافية)، ويظهر أثر الرفع المالي في مدى قدرة هذا الأصل على توليد نتائج قادرة على تغطية فوائد الديون، وبذلك ستحقّق المؤسسة مردودية مالية تفوق المردودية الاقتصادية، وهذا سينعكس إيجابيا على فرص نمو المؤسسة (دربال، 2012، صفحة 62).

إنّ أثر الرافعة المالية يشرح كيف يمكن تحقيق عائد على حقوق الملكية يكون أعلى من العائد على مجموع الأموال المستثمرة (العائد على الأصول)، وهذا يعني تحقيق مكاسب أكثر ممّا تفرزه بالفعل الأداة الصناعية والتجارية (تعظيم ثروة المساهمين)، لكنّه يمكن أن يلعب في الاتجاهين (يمكن

أن يكون له تأثير سلبي)، وذلك في الحالات التي يقلّ فيها من العائد على حقوق الملكية مقارنة بالعائد على الأصول (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 234).

3- نماذج النمو الداخلي وعلاقتها بالقرارات المالية للمؤسسة:

يمثل النمو عملية ديناميكية تتأثّر بالقرارات المالية للمؤسسة (قرار الاستثمار، قرار التمويل، وقرار توزيع الأرباح)، وحسب Olson et al 1992 فإنّه يجب تحديد معدل نمو المؤسسة والذي يعتبر متغيّر استراتيجي لاتخاذ القرار مثله مثل الانفاق الرأسمالي، الهيكل المالي المستهدف، وسياسة توزيع الأرباح.

ولقد اهتمت العديد من الدراسات بهذا الموضوع ممّا أدى إلى ظهور مفهوم النمو المدعّم، والذي من خلاله يتم تسليط الضوء على مختلف الاستراتيجيات المالية المحتملة التي يمكن أن تتبعها المؤسسة لاجتياز فترة النمو بنجاح (Beaudoin, St-Pierre, & Bourgeois, 1996, p. 4).

3-1 معدل النمو الداخلي Internal Growth Rate:

يقصد به أقصى معدل نمو للمؤسسة بدون تمويل خارجي، أي أنّه أقصى معدل نمو يمكن أن تحافظ عليه المؤسسة باعتمادها على التمويل الداخلي فقط ودون لجوئها إلى مصادر تمويل إضافية.

لا يوجد اتّفاق حول صيغة معينة لحساب هذا المعدل فهناك أكثر من صيغة لحسابه، وهذا بافتراض التمويل الخارجي يساوي صفر (العامري، 2010، الصفحات 273-274):

$$IG = ROE * b\frac{E}{A} \quad \text{أو} \quad IG = \frac{ROA*b}{1-ROA*b} \quad \text{أو} \quad IG = \frac{RE}{A}$$

حيث:

RE: الأرباح المحتجزة؛

A: إجمالي الأصول؛

ROA: معدل العائد على الأصول.

3-2 معدل النمو المستقل (المدعّم)Sustainable Growth Rate:

يعرف بأنّه أقصى نمو يمكن أن تحقّقه المؤسسة دون إضافة أموال ملكية جديدة، أي دون أي إصدار جديد للأسهم، مع بقاء نسبة الدين إلى إجمالي الأصول ثابتة (بني خلف، 2017، صفحة 20)، وهو يقوم على افتراض ثبات نسبة الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي توافق نمو أموال الملكية

مع نمو الديون، وبذلك يتحدد النمو في أموال الملكية بنمو الأصل الاقتصادي، لأنّ هذا الأخير يتم تمويله عن طريق الديون وأموال الملكية معا (قدي و دادان، 2005، صفحة 525).

يمكن تعميم هذا النموذج على المؤسسات التي تستخدم الديون في هيكلها المالي، فتكون مردودية أموال الملكية مساوية لمجموع المردودية الاقتصادية وأثر الرافعة المالية (دادان، 2008، صفحة 201).

وبتعويض معادلة المردودية المالية في المعادلة الخاصة بمعدل النمو الداخلي نجد:

$$SG = ROE * b$$

$$SG = [ROA + (ROA - i)\frac{D}{E}]\,(1 - t) * b$$

حيث يعبر المعدل **SG** عن نمو مصادر التمويل في حالة هيكل مالي(**D/E**) مستقر(ثابت).

ومن خلال هذه العلاقة تتحدد معالم السياسة المالية للمؤسسة والمتمثلة في (سياسة الاستدانة (**D**)، سياسة الرفع في رأس المال(**E**)، سياسة توزيع الأرباح(**b**) وذلك بقياس أهدافها المتمثلة في النمو، المردودية المالية، الاستقلالية المالية (بن ساسي، 2005، صفحة 351).

ولقد شغلت هذه العلاقة المتعددة الأبعاد الكثير من الباحثين، حيث قدّموا عدة نماذج للنمو المدعّم، تمكّنوا من خلالها من استخراج الاستراتيجيات المالية المختلفة التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لبلوغ مستويات النمو المرغوبة.

3-3 نماذج حساب معدل النمو المستقل (المدعّم):

توجد عدة نماذج لحساب معدل النمو المستقل هي:

3-3-1 نموذج1977 Higgins: عرّف **Higgins** النمو المحتمل بأنّه النسبة المئوية من النمو في رقم الأعمال التي تتلاءم مع السياسات المالية الحالية لمؤسسة ترغب في الحفاظ على نسبة الأرباح الموزعة، هيكل مالي مستهدف دون إصدار أموال دائمة جديدة. فإذا زادت المبيعات بمعدل أعلى ممّا هو متوقع أدّى ذلك إلى اختلال في بعض الأهداف المالية للمؤسسة، خاصة عندما تكون حالتها المالية متدهورة، وعلى العكس فإنّ زيادتها بمعدل أقل من معدل النمو المدعّم تمكّن المؤسسة من تخفيض ديونها، أو زيادة توزيعاتها، أو تحسين سيولتها.

أحيانا نجد عدم توافق بين أهداف النمو المدعّم والسياسات المالية للمؤسسة، في هذه الحالات يجب على المديرين تغيير السياسة المالية إذا كانوا يريدون النمو بشكل أكبر ممّا تستطيع المؤسسة تحمّله، حيث يمكنهم تحسين الإنتاجية والمردودية، تخفيض التوزيعات، إصدار أموال دائمة جديدة، رفع نسبة الاستدانة (Beaudoin, St-Pierre, & Bourgeois, 1996, p. 4).

2-3-3 نموذج Kyd 1981: قدّم **Kyd** الصيغة الموالية لتقدير معدل نمو رقم الأعمال المحتمل لمؤسسة لا ترغب في رفع رأسمالها بإصدار أسهم جديدة (دربال، 2012، صفحة 67):

$$g = \frac{\Delta s}{s} = (1\text{-}D)\ (1\text{-}t)\ [ROTA+L\ (ROTA - r)]$$

حيث:

Δs: التغير في المبيعات؛

S: المبيعات الحالية؛

g: معدل النمو المحتمل؛

ROTA: سرعة دوران الأصول؛

L: نسبة الهيكل المالي المستهدف؛

r: المعدل المتوسط للفائدة على الديون.

يعتمد هذا النموذج على مفهوم الربح أكثر من التدفقات النقدية، وهو يقوم على افتراض أنّ سرعة دوران الأصل الاقتصادي ثابتة لا تتغير، وهو مستقل عن حجم الاهتلاكات، وعن التغييرات التي تحدث على الأصول الجارية، وعن وتيرة تجديد الأصول الرأسمالية. كما أنّه لا يميّز بين الديون ذات الفوائد وحسابات الموردين كمصادر للتمويل.

3-3-3 نموذج Olson et al 1992: اعتمد هذا النموذج على عنصر السيولة في متغيراته، على عكس النموذجين السابقين الذي تم انتقادهما من طرف هؤلاء الباحثين لتجاهلهما للسيولة واعتمادهما على نسب محاسبية لا بد من بقائها ثابتة، بالإضافة إلى استخدامهما لمعلومات تطور الوضعية المالية اعتقادا منهما بأنّها تعكس مجموع العناصر التي تؤثر على نمو المؤسسة.

وقدم هؤلاء الباحثين الصيغة التالية لمعدل النمو المدعّم (دادان، 2008، صفحة 207):

$$g = \left[\frac{(F+D+O+X+W-E+I-Se)}{P.R}\right]-1$$

حيث:

F: الارتفاع الصافي المتوقع في الاستثمارات؛

D: توزيعات الأرباح المتوقعة؛

O: حركة الأموال الموجهة للأنشطة الاستثمارية الخارجية؛

X: التغير المتوقع في التحصيل؛

W: التغير المتوقع في الأصول المتداولة خارج التحصيل؛

E: التكاليف المتوقعة التي لا ينتج عنها أي خروج للأموال؛

I: الإيرادات المتوقعة التي لا ينتج عنها أي دخول للأموال؛

Se: مصادر التمويل الخارجية المتوقعة؛

P: هامش الربح الصافي؛

R: رقم أعمال الدورة السابقة.

يلاحظ أنّ هذا النموذج أهمل ربط كل عنصر من عناصر مدخلات ومخرجات الأموال برقم الأعمال وهو ما يستلزم تقدير الحجم المتوقع من مدخلات ومخرجات الأموال لكل متغير من متغيرات النموذج.

3-3-4 نموذج Bourgeois et lavalleé 1993: هو نموذج مختصر ويعطي نتائج قريبة من نتائج نموذج **Kyd**، يعتمد على العلاقات بين عناصر الميزانية وحسابات النتائج، ولا يأخذ في الاعتبار العناصر الأخرى المؤثرة في السيولة. يقوم على فرضية ثبات الهيكل المالي، وعادة ما يطبق في المؤسسات الكبيرة. يقيس معدل النمو المدعّم حسب العلاقة التالية (دادان، 2009، صفحة 96):

$$g = ROE - ROE \left[\frac{DIV}{Bénifices} \right] = ROE\ (1-d)$$

حيث:

DIV: الأرباح الموزعة؛

Bénifices: الأرباح المحققة.

3-3-5 نموذج Robert. B, Josseé.S.et Jacques.B 1996: اختلف هذا النموذج عن نموذجي Kyd (1981) و(1993) Bourgeois et lavalleé، في اعتماده على السيولة أكثر من الربحية وافتراضه عدم

ثبات سرعة دوران إجمالي الأصول، وأنّه يسمح بإجراء تغييرات أو تعديلات على الهيكل المالي للمؤسسة. وأضاف على نموذج Olson et al وجود علاقة بين مختلف المتغيرات ورقم الأعمال.

وقد أعطى الصيغة التالية لتحديد معدل النمو المدعّم (Beaudoin, St-Pierre, & Bourgeois, 1996, p. 6):

$$g= \left[\frac{V(\pi+Am+D.\pi)-Div(1+D)}{V(CC+St+Imm-CF-\pi-Am-D.\pi)}\right]$$

حيث:

V : مبيعات آخر سنة؛

π: نسبة صافي الربح إلى المبيعات؛

Am : نسبة الاهتلاكات إلى المبيعات؛

D: نسبة الديون الإضافية الحاملة للفوائد إلى أرباح السنة الحالية المعاد استثمارها؛

CC: نسبة حساب العملاء إلى المبيعات؛

St : نسبة المخزونات إلى المبيعات؛

Imm : نسبة الاستثمارات الاجمالية إلى المبيعات؛

CF : نسبة حساب الموردين إلى المبيعات.

حسب هذا النموذج تتحدد الديون بدلالة الأرباح المعاد استثمارها للحفاظ على نسبة الديون إلى حقوق الملكية عند المستوى المرغوب.

إنّ التخطيط للنمو عملية مستمرة تقوم بها المؤسسة على مستويات مختلفة أهمّها المستوى المالي، وتعتمد على درجة تحقيق أهداف المؤسسة في جميع المجالات، إذ يعتبر تحقيق هذه الأهداف من المتغيرات المهمة التي تساعد في قياس معدل نمو المؤسسة. ويعتبر معدل العائد على الأموال المستثمرة (العائد على الأصول) ونسبة الأرباح المعاد استثمارها من المتغيرات المهمة لقياس معدل نمو المؤسسة.

ويعبّر نمو المؤسسة عن الفرص المتاحة أمامها لاستغلال مواردها المالية والتي تؤدي إلى تعظيم قيمتها، ويرتكز هذا النمو على القرارات المتّخذة والسياسات المتبعة في التمويل والاستثمار، وتوزيع الأرباح.

المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو

لازال موضوع تحديد الهيكل المالي المناسب ومدى تأثيره في قيمة المؤسسة من خلال تكلفة التمويل يمثّل موضوعا جدليا ومعقّدا لدى المهتمين بالإدارة المالية. فرغم كثرة الدراسات التي تناولت الموضوع إلّا أنّ العلاقة بين المتغيرات الرئيسية والمتمثلة في الهيكل المالي، الرفع المالي، تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو تمثل محاورا مثيرة للكثير من الجدل في الفكر المالي المعاصر، ما أدى إلى بروز تيارات فكرية ونظريات متعددة لتفسير العلاقة بين تلك المتغيرات.

من الجدير بالذكر أنّ الطروحات المتعلّقة بالنظرية الحديثة للهيكل المالي بدأت سنة 1958، عندما قدم Modigliani and Miller واللّذان يعرفان بأنّهما مؤسّسا الإدارة المالية الحديثة تحليلا منطقيا أثبتا فيه أنّ تكلفة التمويل لا تتغير بتغير نسبة الاستدانة (هندي، 1998، صفحة 188)، وأنّ قيمة المؤسسة لا تتأثر بالهيكل المالي، وإنّما تقدر برسملة صافي ربح العمليات المتوقع من أصول المؤسسة (عبد العزيز، 1997، صفحة 230).

بُنِيَت هذه النظرية في ظل فروض السوق الكامل أي أنّه لا توجد ضرائب ولا تكاليف وساطة ولا تكلفة إفلاس، وأنّ المستثمرين لديهم نفس المعلومات التي تمتلكها الإدارة حول فرص نمو المؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 430)، إضافة إلى أنّه يمكن وضع المؤسسات في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وأنّ كل مؤسسات المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر (هندي، 1998، صفحة 188).

وفي سنة 1963 قدّما نظرية مصحّحة بعد إدخال الضرائب، توصّلا فيها إلى أنّ استخدام الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بشكل مستمر، حيث تتأثّر قيمة المؤسسة بشكل مباشر بقيمة الوفورات الضريبية الناجمة عن طرح الفائدة من الوعاء الضريبي للدخل، متجاهلين الأنواع الأخرى من تكاليف الاقتراض التي تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة والمتمثلة في تكلفة الإفلاس والوكالة والعسر المالي (العامري، 2010، صفحة 213).

كانت هذه النظرية مجرد بداية للبحث في هذا الموضوع، حيث تطورت نظرية الهيكل المالي في اتجاهين رئيسيين هما:

- المبادلة بين الميزة الضريبية للتمويل بالدين وبين تكلفة الإفلاس والوكالة (نظرية التبادل)؛

– الإشارات الصادرة عن المؤسسة (نظرية الالتقاط) (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 430).
وتعتبر نظريات الوكالة والإشارة والتأثير الضريبي أهم النظريات التي فسّرت العلاقة بين سياسة تمويل المؤسسة وفرص النمو (Gul, 1999, p. 143).

المطلب الأول: العلاقة بين تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو من منظور نظرية التبادل(Trade–off Theory (TOT

لقد تجاهل التحليل الذي قدمه M&M في صياغة الهيكل المالي للمؤسسة متغيرات هامة من شأنها أن تؤثر في تكلفة التمويل وفي قيمة المؤسسة أيضا، وهي تكلفة العسر المالي، تكلفة الإفلاس، وتكلفة الوكالة.

وأهم ما ميّز نظرية التبادل التي تم طرحها من طرف Joseph Stiglitz (1969) وطوّرها فيما بعد Rubinstein (1973) (Kasenda, 2020, p. 2335)، هو إدخالها لبعض التعديلات على نظرية M&M المصحّحة، وذلك بموازنة تكلفة التمويل بالدين مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، حيث تفترض أنّه يمكن إعادة النظر في نسب الاستدانة المثلى من خلال التبادل بين تكاليف ومنافع التمويل بالدين وأثر ذلك في الخطط الاستثمارية للمؤسسة.

حيث عُرِفت بأنّها نظرية تُوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس، فهي نظرية معاصرة تجمع بين آراء Modigliani and Miller وتأثيرات الضرائب وتكلفة العسر المالي والإفلاس والوكالة، مبتعدة عن الرأي التقليدي القائم على حالات السوق غير التامة (العامري، 2010، صفحة 213)، بمعنى أنّ قرار التمويل الأمثل الذي يضمن أعلى قيمة للمؤسسة ما هو إلا حصيلة للتوازن بين الأثر الإيجابي للقيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي لتكلفة الإفلاس، وهذين الأثرين سوف يحقّقان نسبة الاستدانة المثلى (الزبيدي، 2008، صفحة 573).

وقد أظهر Kraus & Litzenberger (1973) أنّ القيمة السوقية لمؤسسة مرفوعة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة لا تعتمد على الرافعة المالية مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها فوائد الديون والقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس (Serghiescu & Văidean, 2014, p. 1448).

وحسب Weston & Brigham (1990) فإنّ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي تنطوي على المبادلة بين العائد والمخاطرة، إذ أنّ إضافة الديون يمكن أن تزيد من مخاطر المؤسسة، ولكنّها قد تزيد أيضا من معدل العائد المتوقع (Mindayani, Banani, & Laksana, 2020, p. 942).

تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض أهمّها أنّ الأسواق المالية هي أسواق ذات أداء جيد تستجيب للضرائب المختلفة، والتي تنقسم إلى ضرائب على دخل المؤسسات وضرائب شخصية على دخل المستثمرين، وأنّ المؤسسة يمكنها استبدال الملكية بالدين أو الدين بالملكية لحين تعظيم قيمتها، وأنّ قرار التمويل لا يكون معزولا عن قرار الاستثمار، إذ يتم اتخاذ القرارين بشكل متزامن، فقرار التمويل يُتّخذ لغرض الحصول على فرص النمو (العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، صفحة 215).

جوهر هذه النظرية هو أنّها تسمح بتحديد معدل الاقتراض المستهدف، والذي يختلف باختلاف خصائص المؤسسة، فبصفة عامة المؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة، وربحية منخفضة، والتي لديها نسبة عالية من الأصول الجارية سيكون لديها انخفاض في مستوى الديون، في حين أنّ المؤسسات الكبيرة ذات التدفقات النقدية المستقرة ونسبة الأصول الرأسمالية المرتفعة، ستكون ذات استدانة عالية (Serghiescu & Văidean, 2014, p. 1449).

1- تأثير الوفورات الضريبية Tax Shields:

يتحقّق الوفر الضريبي نتيجة اعتماد المؤسسة على الديون، فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي يترتب عليه انخفاض في التكلفة الوسطية المرجحة، وينشأ هذا التأثير باعتبار الفائدة على القروض مصروف يخصم قبل حساب الضريبة على الدخل. وهذا الانخفاض في تكلفة التمويل يؤثر تأثيرا إيجابيا في قيمة المؤسسة، لذلك نجد أنّ قيمة المؤسسة المرفوعة (المقترضة) تكون مرتفعة عن قيمة مؤسسة مماثلة ولكنها غير مرفوعة، رغم أنّها تنتمي لنفس درجة الخطر، بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي (الزبيدي، 2008، الصفحات 568-569) كما هو موضح في المعادلة التالية (العامري، 2010، صفحة 216):

$$\mathbf{V_L = V_U + T_C D}$$
$$\mathbf{V_L = [(EBIT)(1-T) / K_U] + T_C D}$$

حيث:

$\mathbf{V_L}$: قيمة المؤسسة المرفوعة؛

$\mathbf{V_U}$: قيمة المؤسسة غير المرفوعة (الممولة بالملكية بشكل كامل)؛

$\mathbf{T_C D}$: الوفر الضريبي؛

$\mathbf{K_U}$: معدل الخصم (تكلفة التمويل بحقوق الملكية).

إنّ الوفورات الضريبية تظهر المزايا الضريبية للفائدة على الديون، حيث تؤدي إلى انخفاض مبلغ الضريبة المدفوع، وبذلك تزداد أرباح المساهمين، فضلا عن أنّها تحمّل الدولة جزءا من تكلفة الدين. والوفورات الضريبية شأنها شأن أي تدفق نقدي مستقبلي يجب أن تخصم بمعدل خصم مناسب يعكس مدى المخاطرة. وهي تتأثر بمجموعة من العوامل تتفاوت أهميتها من مؤسسة إلى أخرى وهي حجم الاقتراض، التدفق النقدي الداخلي، معدلات الضريبة والسيولة المالية (العامري، 2010، صفحة 221).

يعتمد التأثير الضريبي على تصاعد الضرائب، ممّا يعني أنّ الالتزامات الضريبية المتوقعة تكون أعلى عندما يكون هناك تقلب أكبر في الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي فإن المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة والتقلبات المرتفعة في التدفقات النقدية تكون لها حوافز لتقليل الديون في هيكلها المالي، حيث يشير التأثير الضريبي إلى علاقة عكسية بين فرص النمو والرفع المالي (Gul, 1999, p. 143).

2- تأثير تكلفة العسر المالي Cost of Financial Distress:

تعد تكلفة العسر المالي أحد أنواع المخاطر التي تواجهها المؤسسة، ويكون ذلك عندما تجد المؤسسة صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المالية، واستمرار أو تكرار هذه الحالة قد يؤدي بها إلى الإفلاس، المؤسسة المرفوعة هي التي تتعرض لحالة العسر المالي وينعكس ذلك في قيمتها السوقية، وعدم قابليتها للدفع دلالة على عدم قابليتها للنمو (العامري، 2010، صفحة 224).

إنّ استخدام نسبة عالية من الديون يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة، حيث تقل قدرتها على السّداد، ممّا يخفّض من جدارتها الائتمانية، كما أنّ ارتفاع أسعار الفائدة قد يؤدي إلى العسر المالي لأنّ النتيجة العملياتية قد لا تكون كافية لتغطية الالتزامات الثابتة للديون (Rahman & Tania, 2021, p. 3). وتختلف تكلفة العسر المالي باختلاف نوع الأصول، فالمؤسسات التي تمتلك أصول رأسمالية يمكنها بيعها للتخلّص من حالة العسر المالي، أمّا المؤسسات التي تمتلك أصول جارية فهي غالبا ما تعاني من عدم القدرة على تسديد مستحقّاتها للدائنين.

هناك عدة استراتيجيات تتّبعها المؤسسة في حالة العسر المالي للمحافظة على قيمتها منها (العامري، 2010، الصفحات 226-227):

أ. **استراتيجية كسب الوقت:** إذ أنّه من الأحسن للدائنين إنهاء حالة العسر المالي باستيلائهم على أصول المؤسسة بأسرع وقت ممكن، ممّا يؤدي إلى ضياع الممتلكات والأصول.

ب. **استراتيجية نقل المخاطرة وفرص النمو:** يضع الدائنون قيودا على القرارات الاستثمارية والتشغيلية لمنع نقل المخاطرة، وهذا يمنع المؤسسة من الاستفادة من فرص النمو.

ت. **توزيع الأرباح بدل الاستثمار في فرص النمو:** في حالة العسر المالي يفضل المساهمون توزيع الأرباح بدل استثمارها في فرص النمو المتاحة، وبذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تنخفض بمبلغ أقل من التوزيعات، لأن الانخفاض يتقاسمه الدائنون أيضا مع المساهمين.

3- تأثير تكلفة الإفلاس Bankruptcy Cost:

إنّ فشل المؤسسة في تسديد الديون والفوائد المترتبة عليها في تاريخ استحقاقها يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإفلاسها (هندي م.، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، 2003، صفحة 666). ويعرف الإفلاس بأنّه أقصى درجات فشل المؤسسة، والتي تحدث نتيجة استمرار حالة العسر المالي (العامري، 2010، صفحة 241).

لكي يتجنّب الدائنون مثل هذه المخاطر فهم يقومون بنقل هذه التكاليف من البداية إلى الملّاك تحسبا لوقوع الإفلاس، ويظهر ذلك في ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه على سندات المؤسسة، وكذلك ارتفاع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة لها، وما دام المساهمون لا يستطيعون التخلّص من هذه المخاطر فسيطالبون بمعدل أعلى على استثماراتهم، وهذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين الاقتراض والعائد المطلوب من قبل المساهمين، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة التمويل، والذي ينجرّ عنه انخفاض قيمة المؤسسة (الزبيدي، 2008، صفحة 572).

كلّما زادت الديون زادت مخاطر الإفلاس وزادت آثارها السلبية على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، ويترتب على الإفلاس تحمّل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها تكاليف الإفلاس، لا تقتصر هذه التكاليف على المصاريف القانونية والإدارية المصاحبة لعملية الإفلاس، بل تمتد لتشمل الانخفاض في قيمة الأصول، فمن المتوقع أن تكون إيرادات بيع أصول المؤسسة أقل من قيمتها الدفترية، ليس هذا فقط بل إنّ تكلفة الإفلاس تتضمن كذلك الخسائر أو الانخفاض المحتمل في الأرباح نتيجة انخفاض أداء المؤسسة قبل وقوع الإفلاس (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 385).

4- تأثير تكلفة الوكالة:

ينظر للمؤسسة وفق نظرية العقود Contract Theory على أنّها علاقة بين وكيل وموكّل، حيث يتصرف الوكيل (المدير) بما يخدم هدف الموكّل (المساهمين) والمتمثل في تعظيم الثروة وذلك بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. لكن يبقى السؤال مطروحا: هل بالضرورة أن تتوافق تصرفات الإدارة مع مصلحة المساهمين؟

إنّ عدم توافق الأهداف والتصرفات أدّى إلى ظهور ما يعرف بتكلفة الوكالة Agency Cost (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 29)، وهي التكلفة التي تترتب على حالة الصّراع بين الإدارة والمساهمين والدائنين، وقد عرّفها Myddelton بأنّها تكلفة حل المشكلات والصراعات بين المساهمين وحاملي السندات والمديرين، والتي تتضمن تكلفة توفير الحوافز للمديرين لتعظيم ثروة المساهمين وتكلفة مراقبة سلوكيات المديرين، وتكلفة حماية حاملي السندات من المساهمين (العامري، 2010، صفحة 232).

إنّ وجود هذه التكاليف يزيد من تكلفة الاقتراض ويقلّل من الوفر الضريبي ومن قيمة المؤسسة، ويعتقد Myers & Majluf أنّ الفصل بين الإدارة والملكية من شأنه أن يخلق معلومات غير متماثلة تنشأ بسببها مشكلة الوكالة.

وقد سلّط Jensen and Meckling (1976) الضوء على نوعين من تكاليف الوكالة: تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين (تكلفة الوكالة للملكية)، وتكلفة الوكالة الناتجة عن النزاعات بين المساهمين والدائنين (تكلفة الوكالة للدين) (Serghiescu & Văidean, 2014, p. 1449).

4-1 تكلفة الوكالة للملكية:

يمكن أن تبرز تكلفة الوكالة للملكية في حالتين:

أ. **حالة ارتفاع فرص النمو:** تحاول المؤسسة الاستثمار في فرص النمو المتاحة أمامها باستخدام التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)، وفي حالة عدم كفاية التمويل الداخلي فإنّها تلجأ إلى التمويل الخارجي (إصدار الأسهم)، هنا تواجه حالة الصّراع المحتملة بين الإدارة والمساهمين، بسبب عدم تماثل المعلومات. فقد أثبتت الدراسات أنّ مشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات، والتي ترجع إلى أنّ الموكّل لا يمكنه ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة (العامري، 2010، صفحة 233).

ب. حالة انخفاض فرص النمو: في المؤسسات الناضجة التي وصلت الى مرحلة متقدمة من التطور، فرص النمو تكون أقل. وهذه المؤسسات عادة ما تحقّق تدفقات نقدية عالية جدا (أرباح غير موزّعة) والتي يمكن أن تمنح المديرين الفرصة لاستثمارها في المشاريع التي تحقّق أهدافهم الشخصية على حساب المساهمين (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 180)، وهذا ما يعرف بمشكلة "الاستثمار المفرط Over investment" **(مشكلة الاستثمار المفرط:** عندما تكون المؤسسة لديها موارد كبيرة ولكنها ذات فرص نمو منخفضة (Meghouar, 2016, p. 56))، فالمديرين لديهم ميل لتوسيع نطاق المؤسسة حتى لو كان ذلك عن طريق القيام بمشاريع غير مربحة وتقليل رفاهية المساهمين (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005, p. 279). وهنا يظهر تضارب المصالح بين المسيّرين والمساهمين.

تنخفض تكلفة الوكالة للملكية عندما تتوفر للمؤسسة السيولة المالية، فهي تساعدها على تجنب التمويل الخارجي وعرقلة قرارات الاستثمار في فرص النمو بسبب الصراع المحتمل بين المساهمين الجدد والقدامى، وتستطيع المؤسسة إصدار الأسهم عندما تكون السيولة غير كافية بدلا من خسارتها فرص النمو المتاحة، خاصة إذا قام المساهمون الحاليون بشراء الأسهم الجديدة، أمّا إذا رفضوا شراءها فبظهور المساهمين الجدد ينشأ الصراع (العامري، 2010، صفحة 234).

وبين سعي الإدارة لزيادة سيولة المؤسسة من أجل تخفيض تكلفة العسر المالي وزيادة قدرتها على الاقتراض، وسعي أصحاب المؤسسة للتخفيف من تكاليف الوكالة الناتجة عن زيادة السيولة يلجأ أصحاب المؤسسة إلى الاقتراض لوضع مزيد من الالتزامات المالية على الإدارة (خنفر، 2017، صفحة 22). فاستخدام الديون في التمويل يمكن أن يساعد في حل مشاكل الوكالة، لأنّ ذلك يجعل المديرين أكثر انضباطا وفعالية في العمل لأنّهم سيكونون ملزمين بتسديد الالتزامات المستحقة، وإذا فشلوا في ذلك فإنهم سيفقدون وظائفهم. وعلى هذا الأساس سيكون المستثمرون على استعداد لدفع سعر أعلى لأسهم المؤسسة (Mindayani, Banani, & Laksana, 2020)، وهذا ما يعرف بالدور التأديبي للديون (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 181). وقد توصّل Jensen & Meckling(1976) إلى أنّ الدين يعالج مشكلة فرط الاستثمار الناتجة عن توفر نقد حر تحت تصرف الإدارة يمكنها استغلاله لتحقيق أهدافها الخاصة، وتوصّل Jensen(1986) إلى أنّ الدين يمكن أن يشكل بديلا لتوزيعات الأرباح في معالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة free cash flow (خنفر، 2017، صفحة 22)، فهو يعتبر إحدى آليات التغّلب على مشكلة

الاستثمار المفرط، ممّا يشير إلى وجود علاقة سلبية بين الديون والاستثمار بالنسبة للمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005, p. 279).

4-2 تكلفة الوكالة للدين:

عند عدم كفاية المصادر الداخلية في تمويل فرص النمو تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة، عندها تمتد مشكلة الوكالة إلى العلاقة بين الدائنين والمساهمين، ويظهر نوع آخر من تكاليف الوكالة وهو تكلفة الوكالة بالدين، والتي ترتفع بارتفاع مستوى الديون (العامري، 2010، صفحة 235).

عادة ما ينقل الدائنون تكلفة الوكالة إلى الملّاك، وذلك برفع معدلات الفائدة على القروض، ممّا يضطّر الملّاك إلى الرفع من معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، ونتيجة لذلك ترتفع تكلفة التمويل وتنخفض قيمة المؤسسة، وهذا التصرف من الدائنين يعتبر مقبولا لأنّ الإدارة تسعى لخدمة مصالح الملاك بالدرجة الأولى (زيدان و قدام، 2015، صفحة 131).

فعندما يكون مستوى الديون مرتفعا في المؤسسة يقوم المساهمون باتخاذ قرارات تضّر بالدائنين، تسمى هذه الإجراءات بمشاكل استبدال الأصول (كما تسمّى باستراتيجية نقل المخاطرة)، فقد يقوم المساهمون بالاستثمار في مشاريع عالية المخاطر باستخدام الأموال التي أقرضها الدائنون في الأصل للاستثمار في مشاريع متوسطة أو منخفضة المخاطر من أجل تعظيم ثرواتهم، حيث أنّ عائدهم المتوقع يكون أعلى كلّما زادت المخاطر (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 180)، فإذا ما تم تنفيذ هذه المشاريع وأسفرت عن أرباح غير عادية فإنّ المستفيد الوحيد هم المساهمون طالما أنّ نصيب الدائنين محدد مسبقا بنسبة الفوائد، أمّا إذا فشلت وأدّت إلى تصفية المؤسسة فإن الدائنين سيتكبّدون جزءا من الخسائر الناجمة عن ذلك (زيدان و قدام، 2015، صفحة 131).

لهذا يصّر الدائنون على وضع بعض الشروط في عقد الوكالة لحماية مصالحهم الخاصة مثل تحديد نسبة الأسهم العادية إلى الديون، تحديد نسب التوزيعات، نسب السيولة وغيرها. وإذا تجاوزت النسب المذكورة حدودها تكون المؤسسة قد خرقت العقود وقد تتعرض لعقوبات مالية (العامري، 2010، صفحة 236).

قد تكون تكلفة الوكالة الأخرى التي تنشأ عن سلوك المساهمين هي مشكلة نقص الاستثمار Underinvestment (**مشكلة نقص الاستثمار:** عندما تكون المؤسسة لديها فرص نمو مرتفعة لكنّ مواردها قليلة (Meghouar, 2016, p. 56)،حيث يمكن للمساهمين تفويت فرص النمو الجيّدة إذا كانوا يعتقدون أنّ الدائنين سيستفيدون من هذه الاستثمارات أكثر منهم (Kooli, Adjaoud, Boubakri, &

(Chkir, 2013, p. 180، وبالتالي من غير المرجح أن تستغل المؤسسات عالية الاستدانة فرص النمو القيّمة مقارنة بالمؤسسات ذات مستويات الديون المنخفضة. حيث تركز نظرية نقص الاستثمار أنّ المؤسسات التي لديها التزامات ديون كبيرة تستثمر بشكل أقل بغض النظر عن طبيعة فرص نموها (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005, p. 279)

ومن أجل الحد من هذا النوع من السلوك وتجنّب الاستبعاد يمكن للدائنين المطالبة ببنود وقائية تحد من هامش اتخاذ القرار بين المديرين والمساهمين (Kooli, Adjaoud, Boubakri, & Chkir, 2013, p. 180).

إذا كان الدين يخلق حوافز محتملة لنقص الاستثمار، فإنّه يمكن تخفيف هذا التأثير من خلال اتّخاذ المؤسسة إجراءات تصحيحية وخفض مستوى الرافعة، فإذا تم التعرف على فرص النمو المستقبلية في وقت مبكّر بما فيه الكفاية يتم تقليل الرافعة المالية على النحو الأمثل من خلال الإدارة المسبقة في ظل فرص النمو المتوقعة المرتفعة، بحيث يتم تخفيف تأثيرها على النمو، وبالتالي قد تنشأ علاقة سلبية بين الرافعة المالية والنمو لأنّ المديرين يقلّلون الرافعة تحسبا للفرص الاستثمارية المستقبلية، فالرافعة تشير ببساطة إلى معلومات الإدارة حول فرص النمو (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005, p. 279).

وفي المقابل فإن استخدام الدين في تمويل فرص النمو يخفّض من تكلفة الوكالة للملكية، لأنّه يعرّض المؤسسة للرقابة والتدقيق الخارجي، فالدائنون قبل تزويدهم المؤسسة بالأموال يحلّلون مركزها المالي ويقومون بتقييم المخاطر، وهذا يقلّل من تكلفة الوكالة للملكية والمتمثلة في تكلفة الرقابة والسيطرة على مديريها، ويشجع المديرين على التصرف بطريقة أكثر انسجاما مع تعظيم ثروة المساهمين، وقد يخفّض من التكلفة الكلية للوكالة أيضا (العامري، 2010، صفحة 237)، وبذلك فإنّ التغيّر في قيمة المؤسسة بسبب الاقتراض يعود إلى الوفر الضريبي الذي يحققه الاقتراض، ارتفاع تكلفة الوكالة في حالة توسيع قاعدة الملكية، زيادة تكلفة الضغوط بسبب الاقتراض (غنيم، 1999، صفحة 386).

إن اختيار الهيكل المالي المناسب يمكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه التكاليف، لأنّه وفقا لنظرية الوكالة فإنّ الهيكل المالي يعتبر آلية حوكمة للمؤسسة للحد من تضارب المصالح (Mustafa, Mas'ud, Junaid, Nur, & Nasir, 2020, p. 11).

إنّ مضمون نظرية التبادل هو الموازنة بين القيم الحالية لتكاليف العسر المالي، الإفلاس، الوكالة من جهة والقيم الحالية للوفورات الضريبية من جهة أخرى، وبذلك فإنّ قيمة المؤسسة وفق نظرية التبادل تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافا لها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها القيمة الحالية لتكاليف العسر المالي والإفلاس والوكالة، وتكون الصيغة الرياضية لهذه النظرية كالتالي (العامري، 2010، صفحة 216):

$$V_T = V_U + PV\,(TD) - (PV\ Bankruptcy\ costs + PV\ Financial\ distress\ costs + PV\ Net\ agency\ costs)$$

حيث:

PV(TD): القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

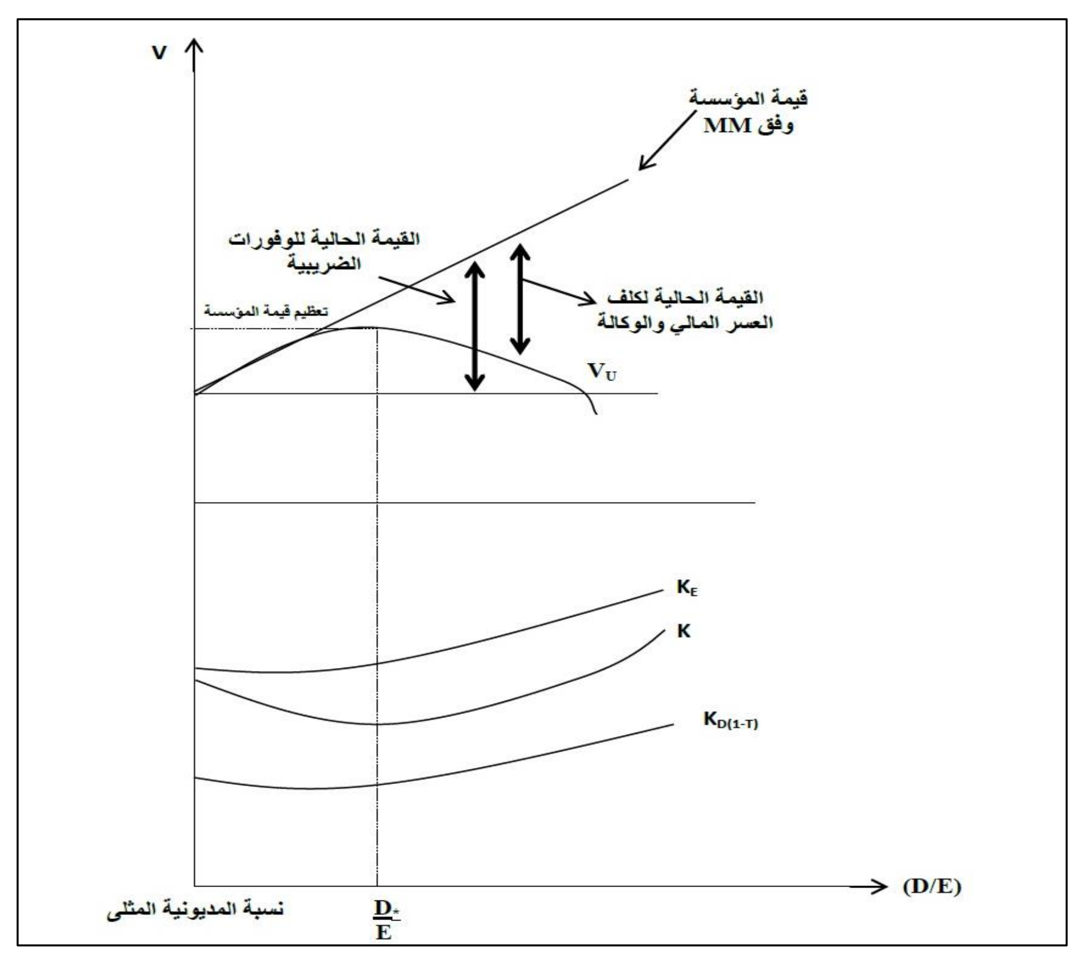
PV Bankruptcy costs: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛

PV Financial distress costs: القيمة الحالية لتكلفة العسر المالي؛

PV Net agency costs): القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

والشكل الموالي يوضح قيمة المؤسسة وفق نظرية التبادل:

الشكل رقم (2-6): تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وفق نظرية التبادل



المصدر: (العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، الصفحات 231-237)

لتمويل فرص النمو تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح، فإذا كانت الأرباح المحتجزة غير كافية فإنّها تلجأ للاستدانة كمصدر منخفض التكلفة، فتبدأ نسب الديون بالزيادة، في نفس الوقت تبدأ التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الانخفاض لأن تكلفة الديون تكون أدنى من تكلفة الملكية، وكذلك بسبب الوفورات الضريبية التي يحققها الاقتراض، إلى أن تصل إلى النقطة $\frac{D*}{E}$ والتي تمثل المستوى الأمثل للرافعة المالية والهيكل المالي المثالي للمؤسسة، عندها تكون التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في حدها الأدنى أمّا قيمة المؤسسة فتكون في أعلى حد لها، والاستمرار في الاقتراض بعد هذه النقطة يؤدي إلى ظهور تكلفة العسر المالي وتكلفة الوكالة، فتبدأ التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الارتفاع وذلك لارتفاع تكلفة الدين وتكلفة الملكية، وفي المقابل نجد أنّ قيمة المؤسسة تبدأ في الانخفاض.

المطلب الثاني: نظرية الالتقاط وتفسيرها للعلاقة بين تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو

بعدما حازت نظرية التبادل على عالم رأس مال المؤسسات لمدة طويلة تحوّل الانتباه نحو نظرية الالتقاط التي تسمى أيضا نظرية أولوية مصادر التمويل (العامري، 2010، صفحة 253)، والتي تقوم على ترتيب مصادر التمويل على أساس أقلّها تكلفة، حيث يعتبر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) أرخص مصادر التمويل تكلفة، ثم يليه التمويل بالدين، ويبقى إصدار الأسهم العادية هو البديل الأخير (Subagyo, 2021, p. 815). وتعتمد في ذلك على الإشارة والمعلومات اللامتماثلة Asymmetric Information.

تهدف نظرية الالتقاط إلى تفسير الهيكل المالي للمؤسسة باتباع عدة طرق يستخدمها المديرون لاتخاذ القرار بإصدار الأسهم العادية الجديدة أو الدين لتمويل احتياجات المؤسسة والحصول على فرص النمو المتاحة (العامري، 2010، صفحة 253).

1- نظرية الإشارة والمعلومات اللّامتماثلة Signaling Theory and Asymmetric Information:

تم تطوير هذه النظرية من طرف Ross (1977) و Leland and Pyle (1977) (Kasenda, 2020, p. 2337) بعد الانتقادات التي وجهّت للأسواق التّامة وتوافر المعلومات، وكانت الأساس في تطوير نظرية الالتقاط.

1-1 مفهوم نظرية الإشارة والمعلومات اللّامتماثلة:

الإشارة هي حركة تتّخذها المؤسسة لتوفير التوجيه للمستثمرين حول وجهة نظر الإدارة بالنسبة لإمكانيات المؤسسة (Yundhari & Sedana, 2020, p. 23)، يمكن أن تكون هذه الإشارة إيجابية (خبر سار) أو سلبية (خبر سيء). وتعتبر المعلومات التي ستوفر إشارة للدائنين المحتملين مفيدة جدا في اتخاذ قرارات الاستثمار (Simanullang, Edward, Ginting, & Simorangkir, 2021, p. 129)، حيث يرى Arthur Levitt (بنك التنمية للبلدان الأمريكية، 1997) أنّ المعلومات الجيّدة هي شريان الحياة للقوي، أسواق نابضة بالحياة، بدونها تجفّ السيولة، تتوقف الأسواق العادلة والفعّالة من الوجود (EASLEY & O'HARA, 2004, p. 1553).

تقوم هذه النظرية على فكرتين أساسيتين وهي أنّه لا يتم مشاركة نفس المعلومات من قبل الجميع، فالمدراء في المؤسسات لديهم معلومات أكثر شمولا من المستثمرين، وحتى لو تمت مشاركتها من قبل الجميع فلن يتم فهم نفس المعلومة بنفس الطريقة (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, Finance d'entreprise, 2016, p. 610).

إنّ المعلومات التي يمتلكها المدراء حول الظروف الحالية للمؤسسة وفرص النمو المستقبلية المتاحة أفضل من التي يمتلكها المستثمرون، وهذا التباين في المعلومات بين المدراء والمستثمرين (المعلومات اللّامتماثلة) له أثر مهم في تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة وفي قيمتها السوقية (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 432)، ولقد بين Ross أنّ أي تغيير في سياسة المؤسسة التمويلية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة، فهي بذلك تشكل إشارات للسوق (رزقي، 2008، صفحة 73).

تعتبر هذه النظرية الهيكل المالي للمؤسسة مرآة عاكسة لوضعيّتها الحقيقية تجاه المستثمرين، فإقدام المؤسسة على الاقتراض رغم المخاطر المالية الناجمة عنه، دليل واضح على أنّها تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية وبدرجات ثقة مرتفعة، لذلك لم تلجأ الى إصدار الأسهم لرفض مساهميها القدامى تقاسم الأرباح المستقبلية مع المساهمين الجدد (خنفر، 2017، صفحة 18). أمّا إصدار الأسهم الجديدة فيعني أنّ المؤسسة تتوقع ظروفا سيئة في المستقبل لذلك تفضّل مشاركة المساهمين الجدد في تحمّل الصعوبات والخسائر المحتملة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 432).

وهذه هي وجهة النظر الشائعة بين المستثمرين فهم ينظرون الى المؤسسة التي تصدر الأسهم بأنها إشارة الى أنّ توقعاتها عن مستقبلها سلبية، وبهذا تبدأ أسعار أسهمها بالانخفاض، أمّا إصدار الديون فتعد أخبارا جيدة (العامري، 2010، الصفحات 253–254). غير أنّ كل إصدار جديد للأسهم لا يعني توقع ظروف سيئة ففي الكثير من الأحيان ترغب المؤسسة الحفاظ على طاقتها الإقتراضية (سعة مديونيتها)، لأنّ زيادة المديونية بشكل كبير يجعل الحصول على المزيد من الدّين أمرا صعبا (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 433).

تحتاج الإدارة إلى إعطاء إشارة يصعب تقليدها من قبل الآخرين، ممّا يدل على أنّ المؤسسة لديها أداء جيد، بحيث عندما تسعى إلى زيادة الديون لن تجرؤ المؤسسات الأخرى على تقليدها خوفا من الإفلاس. فإصدار الدين يعتبر إشارة عن الأخبار الجيدة ممّا يؤدي إلى زيادة سعر السهم، في حين يعتبر إصدار الأسهم إشارة على الأخبار السيئة يؤدي في النهاية إلى انخفاض سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة (Kasenda, 2020, p. 2337)، فنظرية الإشارة تعكس منظور المساهمين حول فرص زيادة قيمة المؤسسة (Simanullang, Edward, Ginting, & Simorangkir, 2021, p. 129).

1-2 تأثير المعلومات في تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة:

عندما تكون المعلومات التي تخص المؤسسة متاحة للجميع وبدقّة أكبر فإنّ ذلك يجعل أسهم المؤسسة أقل خطورة، ممّا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل، وهذا يعني أنّ تماثل المعلومات يقلّل من علاوة المخاطر المطلوبة وبالتالي يقلّل من تكلفة التمويل للمؤسسة، وينعكس ذلك على أسعار الأسهم (EASLEY & O'HARA, 2004, p. 1572)، ممّا يؤدي إلى ارتفاعها وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة والعكس صحيح فعدم تماثل المعلومات يجعل من علاوة المخاطر المطلوبة ترتفع وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل ممّا يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة.

ينشأ عدم تماثل المعلومات عندما يتأخر المديرون في الإفصاح عن الأخبار السيئة حتى يحين الوقت المناسب، لأنّ التحفظ المحاسبي يعتبر من أهم الأدوات المستخدمة في حالات عدم التأكد، حيث يتم تأجيل الإفصاح عن الأرباح لحين تحقّقها، كما يتم تأجيل الاعتراف بالخسائر (خليفة و الحسيني، 2022، صفحة 732).

وقد أجمعت معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح المالي وتكلفة التمويل على وجود علاقة عكسية بين جودة الإفصاحات المالية وهذه الأخيرة، حيث أنّ توافر المعلومات المالية يسهّل على المستثمرين فهم المخاطر المتعلقة بالمساهمين والدائنين، مما يعزّز رغبتهم في تقديم قروض بشروط مقبولة (Kuo, Kuo, & Chen, 2021, p. 4). فزيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية تعزّز من سيولة السوق وتقلّل من تكلفة التمويل (Saraswati, Umar, & Purba, 2020, p. 59).

2- مضمون نظرية الالتقاط وتفسيرها للهيكل المالي المستهدف:

تمّ طرح هذه النظرية من طرف Donaldson (1961) (Kasenda, 2020, p. 2336) والتي تتحدث عن كيفية تفضيل المؤسسة لاستخدام المصادر الداخلية لتمويل احتياجاتها بسبب توقعات نمو المؤسسة (Susanto & Sihombing, 2021, p. 258).

1-2 مضمون نظرية الالتقاط Pecking-Order Theory (POT):

تقوم نظرية الالتقاط على مجموعة من الافتراضات أهمّها (Mindayani, Banani, & Laksana, 2020, p. 943):

- المؤسسة تفضل مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) مقارنة مع المصادر الخارجية (الديون وحقوق الملكية)؛

– إذا كانت هناك حاجة إلى التمويل الخارجي فستختار المؤسسة الأوراق المالية الأكثر أمانا: الديون الأقل مخاطرة، ثم الديون الأكثر خطورة، ثم الأوراق المالية القابلة للتحويل، ثم الأسهم الممتازة، وأخيرا الأسهم العادية؛

– سياسة توزيع أرباح ثابتة، بحيث تكون توزيعات الأرباح المدفوعة ثابتة ولا تتأثر بأرباح المؤسسة وخسائرها؛

– تحسبا لنقص السيولة بسبب سياسة توزيع الأرباح الثابتة، والتقلبات في الأرباح، والفرص الاستثمارية، تأخذ المؤسسة محفظة استثمارية أكثر مرونة.

أساس هذه النظرية هو افتراض وجود معلومات لامتماثلة Asymmetric Information، بين المديرين والمستثمرين، فمن المفترض أنّ المديرين لديهم معلومات عن المؤسسة أفضل من المساهمين والمستثمرين الآخرين (Deyganto, 2021, p. 6)، وهذه المعلومات تؤثر على قرار المدير المتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة (العامري، 2010، صفحة 250). فالمؤسسة حسب هذه النظرية تفضل تمويل احتياجاتها من المصادر الأقل حساسية لتباين المعلومات، لأنّ تكاليف التمويل ترتفع مع زيادة التباين في المعلومات. وتعتبر دراسة Myers and Majluf سنة 1984 أساسا لهذه النظرية، والتي خلصت إلى أنّ تباين المعلومات بين المدراء من جهة والمستثمرين والمقرضين من جهة أخرى يؤدي إلى اختلاف في تكلفة التمويل، وينتج عن هذا الأمر عدم القدرة على التسعير الصحيح لأسهم المؤسسة بسبب عدم معرفة القيمة الحقيقية للاستثمار. حيث تنص هذه النظرية على أنّه عندما تكون المؤسسة بحاجة إلى تمويل فرص نموها، فإنّها تعتمد على المصادر الداخلية (الأرباح المحتجزة)، ثم تلجأ إلى الاقتراض إذا ما احتاجت إلى أموال إضافية، ويبقى إصدار الأسهم العادية الجديدة والتي لديها حساسية عالية لتباين المعلومات كخيار أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة (بني خلف، 2017، صفحة 16)، ذلك لأنّ تباين المعلومات يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إصدار هذه الأسهم مقارنة مع مصادر التمويل الأخرى (Alfawareh, Al-Kofahi, Daoud, Marei, & Alkhazaleh, 2021, p. 2146). وإلى جانب المعلومات اللّامتماثلة فإنّ Myers & Majluf يفترضان أنّ الأسواق المالية مثالية وفعّالة، وأنّ القيمة السوقية لأسهم المؤسسة تساوي قيمتها المستقبلية المتوقعة، حيث يمكن خصم القيم المستقبلية مقابل القيمة الزمنية للنقود دون أي تغيير أساسي، لأنّه لا يتم النظر إلى الخصم على أساس المخاطر فعدم التأكد الوحيد يتمثل في عدم تماثل المعلومات (MYERS & MAJLUF, 1984, p. 190).

ويصف Gitman نظرية الالتقاط بأنها عبارة عن هيكل مالي هرمي، يبدأ باحتجاز الأرباح ثم التمويل بالدين وينتهي بإصدار الأسهم العادية (العامري، 2010، صفحة 250). واتبّاع التسلسل الهرمي في التمويل يقلّل من مشكلة عدم تماثل المعلومات (Utami, Gumanti, Subroto, & Khasanah, 2021, p. 72).

وحسب Noe (1988)، فإن المعلومات اللامتماثلة تؤدي إلى هيكل مالي غير مثالي، لأنّه في ظل عدم تكامل الأسواق يكون من الصعب والمكلف الحصول على التمويل بالأسهم، وبالتالي فإنّ المؤسسات تسعى إلى تلبية احتياجاتها من خلال الديون (Ahmad , Hunjra, Qureshi, & Hanif, 2021, p. 2).

تتميّز هذه النظرية بأنّها تفضّل التمويل الداخلي، كما أنّها تعدّل نسبة التوزيعات على حسب فرص النمو، فالمؤسسات ذات النمو المرتفع تعمل وفق نظرية الالتقاط، حيث أكّدت الدراسات أنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة يكون لديها نسب مديونية منخفضة. كما أنّها تسلّم بعدم وجود نسب محدّدة للمزج بين الملكية والدين، وذلك لوجود نوعين من الملكية (داخلية وخارجية)، النوع الأول يكون في بداية الالتقاط والثاني يكون في نهايته، أمّا نسب المديونية فهي تعكس احتياجات المؤسسة المتراكمة من التمويل الخارجي.

وتفترض هذه النظرية أنّ قرارات التمويل، الاستثمار، وتوزيع الأرباح، على علاقة متبادلة، كما أنّها تربط قيمة المؤسسة بقرار التمويل (العامري، 2010، الصفحات 250-251).

أمّا(1988) O.Williamson فيرى أنّ خصوصية الأصل المراد تمويله تلعب دورا مهمّا في اختيار مصادر التمويل، فمثلا إذا كان الاستثمار هو مشروع بحث وتطوير فإنّ ذلك يلقى قبولا من المساهمين أكثر من الدائنين، لأنّه لا يولّد الإيرادات المتوقعة في المواعيد المقدّرة، وأنّ الفوائد وأقساط القروض يجب أن تسدّد في مواعيد استحقاقها، وبذلك فإنّ رفع رأس المال يكون أكثر فعالية من الاستدانة، أمّا إذا كان الأصل المراد تمويله غير خاص فتكون الاستدانة هي المصدر الأكثر ملاءمة، لأنّه من المتوقع أن يولّد هذا الأصل إيرادات بشكل منتظم (بن ساسي و قريشي، 2011، الصفحات 430-431).

وقد قدّم S. Myers سنة 1990نموذجا يقوم على أنّ الفرضية السلوكية للمديرين هي تعظيم ثروة المؤسسة Corporate Wealth، والتي تقدر بالعلاقة: **W=E+S** كما هو مبين في الميزانية المالية المختصرة:

الجدول رقم (2−1): الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول مع الأخذ بالاعتبار التدفقات المنتظرة لهذه الأصول.	**D:** الديون
+ PVGO: القيمة الحالية لفرص النمو.	**E:** أموال الملكية
- PVTAX: القيمة الحالية للضرائب.	**S:** القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

المصدر: (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 422)

يعكس الفائض التنظيمي القيمة الحالية للأجور المرتفعة جدا والتي لا تتمتّع بصفة الديمومة لأنّ الدائنين بإمكانهم فرض تخفيضها إذا كان دفع الالتزامات غير منتظم. وفي هذا الحال فإنّ رفع رأس المال يكون أفضل من الاستدانة إذا كانت هناك ضرورة للّجوء إلى التمويل الخارجي، يعني أنّ هناك تسلسلًا بين مصادر التمويل، الأرباح المحتجزة أولا ثم الرفع في رأس المال، وأخيرا الاستدانة (بن ساسي و قريشي، 2011، الصفحات 431−432).

يتم حساب قيمة المؤسسة وفق نظرية الالتقاط بالصيغة التالية (العامري، 2010، صفحة 252):

$$V_p = \frac{EBIT(1-T)}{(K-G)}$$

حيث:

V_p: قيمة المؤسسة حسب نظرية الالتقاط؛

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب؛

1-T: الوفر الضريبي؛

K: معدل الخصم (تكلفة التمويل)؛

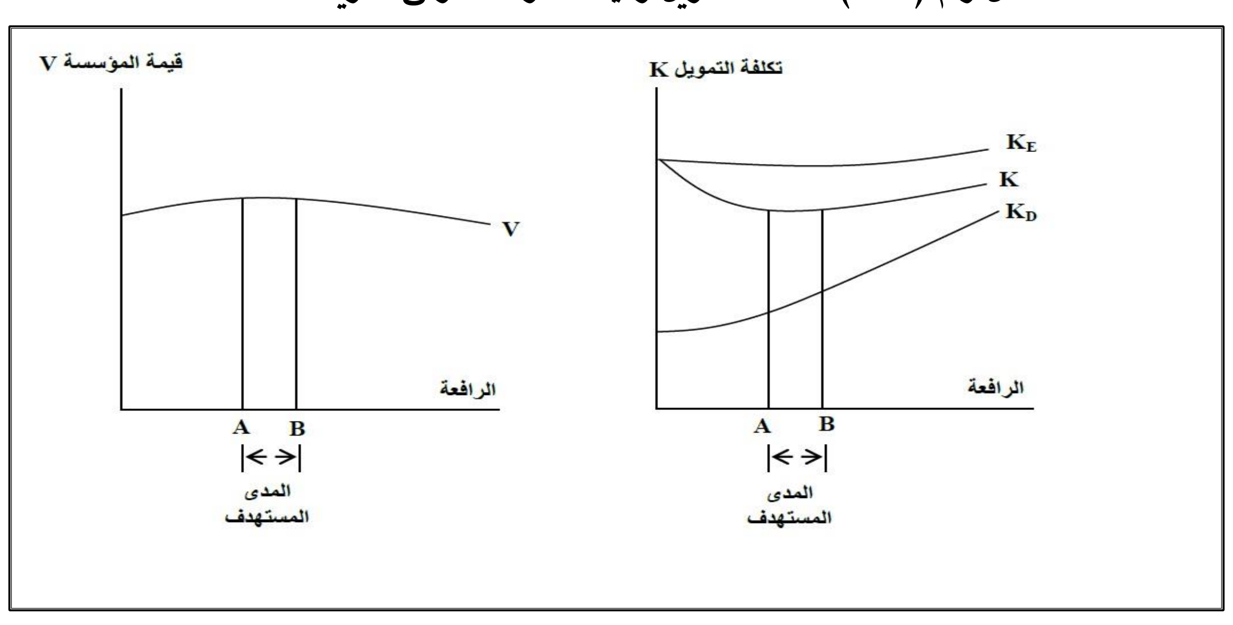
G: معدل النمو.

عند اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) تستخدم معدل النمو الداخلي **IG**، وعند استخدام الديون فإنّ المؤسسة تعتمد على معدل النمو المستمر **SG**، بتحديد الاحتياج من الأموال للحصول على فرص النمو.

2-2 نظرية الالتقاط والهيكل المالي المستهدف:

تتوافق نظرية الالتقاط والتي تتعامل مع جميع القرارات المالية مع فكرة الهيكل المالي المستهدف والتي تقوم على أنّه لا يوجد مستوى مديونية مثلى، وتركّز على وجود مدى مستهدف من الهيكل المالي تنخفض ضمنه تكلفة التمويل وتعظّم قيمة المؤسسة كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-7): تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وفق نظرية الالتقاط



المصدر: (العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، صفحة 255)

K_E: تكلفة حقوق الملكية **K_D:** تكلفة الديون **K:** التكلفة الوسطية المرجحة **V:** قيمة المؤسسة

وفق هذه النظرية فإنّ نسب الديون إلى الملكية تتغير بمرور الوقت ضمن مدى مستهدف يعتمد على التفاعل بين الربحية وسياسة التوزيعات وفرص النمو، فالهيكل المالي للمؤسسة هو دالة لتدفقاتها النقدية الداخلية وحجم فرص النمو، ونظرية الالتقاط تسمح للمؤسسة بالتغيير المستمر ليكون لها هيكل مالي مثالي في أي وقت ضمن المدى المستهدف، وحسب نظرية الإشارة يصبح الهيكل المالي أكثر ديناميكية واستمرارية وقرارات مطوّرة، حيث يحصل المديرون دائما على المعلومات قبل

المستثمرين وبناء عليها يختارون إصدار الدين أو الملكية، وكما أكّد Myers فإن الهيكل المالي ينقل المعلومات للمستثمرين (العامري، 2010، صفحة 256).

ويمكن توضيح سلوك الهيكل المالي وتكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة بتوافر فرص النمو باستخدام تمويل هرمي مبني على نموذج المعلومات اللامتماثلة.

إنّ قرار المؤسسة باحتجاز الأرباح لتمويل فرص النمو المتاحة تمثل القاعدة الأساسية التي تشترك فيها معظم المؤسسات التي ترغب في استخدام التمويل الداخلي بدلا من اللجوء إلى المصادر الخارجية، حيث تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح عندما تكون أسهمها مقيّمة بأقل من قيمتها الحقيقية (العامري، 2010، صفحة 257). فإذا كانت المؤسسة تبحث عن التمويل الخارجي من الأفضل لها أن تصدر الدين بدلا من الملكية وذلك لانخفاض تكلفته، ومن الملاحظ أن مؤسسات النمو تستخدم الكثير من الديون رغم أنها تحقق توسعا سريعا، ولكي لا تخسر فرص النمو خاصة إذا كانت الإدارة لديها معلومات إيجابية عن المؤسسة فإنّه من الأفضل إصدار الدين، وتقوم المؤسسة بإصدار الدين عندما تكون مقيّمة بأقل من قيمتها (العامري، 2010، صفحة 259)، وتصدر الملكية عندما تكون مقيّمة بأعلى من قيمتهاOvervalued.

عند عدم تغطية الأرباح المحتجزة والديون لاحتياجات المؤسسة فإنّها تلجأ لإصدار أسهم عادية جديدة كي لا تخسر فرص النمو، وبافتراض وجود معلومات كثيرة لا متماثلة بشأن مستقبل المؤسسة فإنّ المستثمر يمكن أن يقيّم المؤسسة بأقل من قيمتها، فتقوم المؤسسة بإصدار الدين في هذه الحالة، والذي يعتبر إشارة جيدة عن مستقيل المؤسسة فترتفع قيمتها السوقية. أمّا في حالة تقييمها بأعلى من قيمتها فإنّها تستطيع إصدار الأسهم العادية للحصول على فرص النمو المتاحة، وبإصدارها للأسهم فإن السعر السوقي للسهم سينخفض، أمّا إذا قررت عدم إصدار الأسهم من أجل الحفاظ على قيمتها السوقية فإنها ستخسر فرص النمو، وبهذا تؤثر المعلومات اللامتماثلة في قرار الاستثمار وتعمل على توازن أسعار الأسهم في السوق المالي (العامري، 2010، صفحة 260).

3- مقارنة بين نظرية الالتقاط ونظرية التبادل:

تكمن نقطة الاختلاف الأساسية بين النظريتين في تفسيرهما للهيكل المالي للمؤسسة ووجهة النظر الخاصة بتعظيم قيمة المؤسسة، ويبرز هذا الاختلاف في النقاط التالية:

- تعمل نظرية التبادل وفق مفهوم تعظيم القيمة، أما نظرية الالتقاط فتعمل وفق هذا المفهوم بالتركيز على الحوافز الإدارية؛

- تفترض نظرية التبادل وجود هيكل مالي متوازن، بينما نظرية الالتقاط فتسمح بهيكل مالي ذو مدى مستهدف، أي أنّه يتغير باستمرار (ديناميكي)؛

- تهتم نظرية التبادل بتأثيرات الضرائب وتكاليف العسر المالي والوكالة، بينما تهتم نظرية الالتقاط بتأثيرات السيولة المالية وفرص النمو؛

- تعترف نظرية الالتقاط بأثر الإشارة في الأسواق المالية بينما نظرية التبادل فتهمله (العامري، 2010، صفحة 264)؛

- حسب نظرية التبادل فإنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة يكون لديها ارتفاع في تكلفة العسر المالي خاصة إذا كانت قيمة المؤسسة متأتّية في الغالب من فرص النمو مقارنة مع الأصول الثابتة، كما يكون لديها المزيد من النزاعات بين الدائنين والمساهمين في استبدال الأصول وتحويل المخاطر؛

- حسب نظرية الالتقاط فإنّ ارتفاع نسبة الرافعة المالية في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة يعتبر إشارة إلى انخفاض تكلفة الإفلاس وزيادة الوفورات الضريبية؛

-تتنبّأ نظرية التبادل بوجود علاقة سلبية بين فرص النمو ونسبة الرافعة المالية، وذلك لارتفاع تكلفة الديون مقارنة بمنفعتها (الوفر الضريبي)؛

- تتنبأ نظرية الالتقاط بوجود علاقة إيجابية بين فرص النمو ونسبة الرافعة المالية، كما أنّ المؤسسات تفضّل استخدام الديون عن إصدار الأسهم بسبب عدم تماثل المعلومات (Visantavarakul, 2021, p. 64).

لقد اختلفت هذه النظريات في تفسير العلاقة بين تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة، وفرص النمو فحسب (Sumitra , 2020, pp. 21-22) فإنّ المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة تجد صعوبة في تحمل عبء التكاليف الثابتة (فوائد الديون)، لهذا يمكن القول أنّ لديها خيارا أقل فيما يتعلق بالحصول على مصادر تمويل إضافية، فتحويل الديون أو إصدار أسهم جديدة يرسل إشارة سلبية للمستثمرين بأنّ المؤسسة تفتقر إلى الاحتياطي الكافي لدفع الفوائد المترتبة عليها، وهذه المشكلة غير مطروحة بالنسبة

للمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة، فمن المتوقع أن تحقّق المؤسسة المزيد من العوائد في المستقبل، وبالتالي فإنّ المؤسسات النامية يكون لديها الخيار في الحصول على مصادر التمويل المختلفة وبتكلفة أقل، وهو أمر غير محتمل بالنسبة للمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة. ممّا يجعلنا نستنتج أنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة تكون لديها فرصة أكبر لتحقيق هيكل مالي مثالي، تنخفض فيه تكلفة التمويل بشكل أسرع من المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، ممّا يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة.

أمّا (بريجهام و إيرهاردت، 2009، صفحة 810) فيريان أنّه عندما يكون لدى المؤسسة فرص نمو مرتفعة محفوفة بالمخاطر، وتكون بالمقابل لديها رافعة مالية عالية، فإنها تكون مجبرة على التخلي عن هذه الفرص، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة الإفلاس المتوقعة (لأن المؤسسات التي تكون أرباحها أكثر تقلّبا تواجه فرصة إفلاس أكبر، لذلك يجب أن تستخدم دينا أقل من المؤسسات المستقرة)، وبالتالي تخسر المؤسسة القيمة المحتملة بسبب عدم استفادتها من فرص النمو. أمّا إذا كانت فرص نمو المؤسسة منخفضة فيمكنها الاستثمار في مشروعات ضعيفة (تكون هذه المشروعات مستقرة)، وهنا يمكن لمستويات الدين المرتفعة أن تتسبب في ارتفاع قيمة المؤسسة.

ويجادل (Jensen and Meckling (1976)، Myers and Majluf (1984)، Fama and French (2000)، أنّ المؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة يجب أن تستخدم المزيد من التمويل بالملكية، لأنّه من المرجّح أن تفوّت المؤسسات ذات الرافعة المالية المرتفعة الفرص الاستثمارية المربحة. في حين تتوقع نظرية التبادل أنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة سيكون لديها رافعة مالية أقل، لأنّ لديها حوافز أقوى لتجنب مشكلة نقص الاستثمار (Underinvestment) واستبدال الأصول التي يمكن أن تنشأ من نزاعات الوكالة بين المساهمين والدائنين. أي أنّها تتوقع علاقة سلبية بين الرافعة المالية وفرص النمو.

وتشير نظرية الالتقاط إلى أنّ نمو المؤسسة مرتبط سلبا بهيكلها المالي، حيث يمكن اعتبار فرص النمو أصولا تضاف إلى قيمة المؤسسة، ولكن لا يمكن ضمانها ولا تخضع للضريبة على الدخل (Danvic, 2020, p. 4)، في حين تشير نظرية الإشارة إلى أن المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة لديها معلومات غير متماثلة أكثر أهمية مما يؤدي إلى رافعة أكبر، أي أن نظرية الإشارة تتنبأ بعلاقة إيجابية بين فرص النمو والرافعة المالية (DANILA, NOREEN, AZIZAN, FARID, & AHMED, 2020, p. 2).

4- نظرية توقيت السوق Market Timing Theory:

قام بتطوير هذه النظرية Baker and Wurgler سنة 2002، والتي تركّز على أهمية الآثار المترتبة على اختيار مصادر التمويل (الديون أو حقوق الملكية) في أوقات مختلفة أكثر من إيجاد الرافعة المالية المثلى (Kasenda, 2020, p. 2337). فهي لا تقترح وجود هيكل مالي مثالي، لكنها توضح بعض الشروط المتعلقة بالسوق المالي والظروف الاقتصادية داخل البلد التي قد تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة (Serghiescu & Văidean, 2014, p. 1449).

تفترض أن التوقيت هو العمود الفقري الذي يؤثر في تكلفة التمويل وفي الهيكل المالي للمؤسسة، وأنّه العامل الرئيسي الذي تعتمد عليه المؤسسة في اتخاذ القرارات بإصدار أو إعادة شراء الأسهم، وأنّ المؤسسة تقوم بإصدار الأوراق المالية حسب التوقيت الزمني والتكاليف النسبية للأسهم والسندات، وهذه القرارات تكون تأثيراتها طويلة الأجل لأنّها متعلقة بتمويل الاستثمارات طويلة الأجل (خليفة و الحسيني، 2022، الصفحات 731-732). حيث تقوم على الجهود التي تبذلها المؤسسة في اختيار مصدر التمويل المناسب والذي يجب أن ينسجم مع توقيت الحاجة للتمويل.

وخلاصتها أنّ المؤسسة تعتمد على أموال الملكية لتمويل احتياجاتها في الأوقات التي تكون فيها أسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، وتلجأ إلى الاقتراض عندما تكون أسهما مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية (بني خلف، 2017، صفحة 16).

المطلب الثالث: فرص النمو وخلق القيمة في المؤسسة

تم تطوير مفهوم خلق القيمة في سنوات الثمانينات من طرف Alfred Rappapport. يستعمل هذا المفهوم لتقدير القيمة التي يمكن خلقها للمساهمين (الملّاك)، كما يمكن استعماله لصياغة القرارات الاستراتيجية (بن كشرود، 2018، صفحة 137).

1- مفهوم خلق القيمة:

خلق القيمة هو قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حاليا. ويقصد بالعائد الكافي ذلك الذي لا يقل عن العائد الذي يمكن للمساهمين الحصول عليه من استثمارات أخرى لها مستوى خطر مماثل. وهناك ارتباط وثيق بين قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها وقدرتها على تعظيم قيمتها (خلق فائض في القيمة)، ذلك لأنّ كفاءة المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية تكمن في مدى تحوّل تلك الإمكانيات المالية إلى إيرادات مالية، مكوّنة في الأخير ثروة للمؤسسة، وذلك بعد خصم جميع التكاليف منها تكلفة التمويل (لعقون و يوسفي، 2021، صفحة 238). وخلق القيمة مرتبط بنقاط أساسية أهمّها تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن من خلال تكوين المزيج المناسب من مصادر التمويل، بالإضافة إلى توافر الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (فرص النمو).

إنّ تحقيق فائض في القيمة يؤدي إلى نمو أصول المؤسسة وتنوع نشاطها، جرّاء توظيف هذا الفائض في استخدامات جديدة، وهذا النمو يؤدي بدوره إلى زيادة قدرة المؤسسة على خلق القيمة في المستقبل (بن ساسي، 2005، صفحة 344).

2- كيفية خلق القيمة في المؤسسة:

رأينا في المبحث الأول من هذا الفصل عدة طرق تستخدم في تحديد قيمة المؤسسة وفق مقاربة القيمة، والتي تركّز على مفهوم خلق القيمة من خلال السعي وراء تعظيم ثروة المساهمين ومن ثم تعظيم قيمة المؤسسة، من بين هذه الطرق نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.(MBV) وهو المؤشر الذي سنعتمده في دراستنا.

تمثل القيمة السوقية القيمة الحالية للمؤسسة في السوق المالي، أمّا القيمة الدفترية فتتمثّل في القيمة المثبتة في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة وهي تساوي حقوق الملكية أو حقوق المساهمين وهي مبنية على أساس التكلفة التاريخية. وبذلك فإنّ هذه النسبة تقيس كم تبلغ الملكية اليوم بالنسبة إلى تكلفتها، فإذا كانت أكبر من الواحد الصحيح فهذا يعني أنّ المؤسسة استطاعت أن تولّد قيمة لمالكيها،

أمّا إذا كانت أصغر من الواحد فإنّ قيمة المؤسسة أقل من تكلفتها (قريني و بورديمة، 2022، صفحة 1023)، يعني أنّ موارد المؤسسة في حالة تدهور للقيمة، أمّا إذا كانت تساوي الواحد فهذا يعني أنّ المؤسسة في حالة تعادل أي أنّ الأرباح منعدمة (بن ساسي، 2005، صفحة 344).

يمكن تحليل هذه النسبة كما يلي (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2020، صفحة 457):

$$MBV= \frac{MV}{BV} = \frac{MV}{EPS} x \frac{EPS}{BV}$$

أي أنّ:

$$MBV=PER*ROE$$

حيث:

MV: القيمة السوقية، **BV** : القيمة الدفترية، **EPS**: العائد على السهم، **PER**: مضاعف الربحية وهو يمثل فرص النمو.

نلاحظ أنّ هذه النسبة هي دالة لفرص النمو ومعدل العائد على حقوق الملكية، تزداد بزيادة فرص النمو وتنخفض بانخفاضها. أي أنه كلما كان لدى المؤسسة فرص نمو مرتفعة ارتفعت قيمتها، واستطاعت أن تخلق قيمة للمساهمين فيها.

3- أثر تكلفة التمويل والعائد على حقوق الملكية في خلق القيمة في ظل اختلاف فرص النمو:

عندما تكون فرص النمو المتاحة أمام المؤسسة مرتفعة فإنّ المؤسسة تقوم باحتجاز الأرباح لتمويل فرص النمو، ويعدّ معدل النمو المستقل (المدعّم) مقياسا لمدى اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة وإعادة استثمارها للاستفادة من فرص النمو المتاحة دون إصدار أسهم عادية جديدة مع ثبات نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

وكما رأينا سابقا فإن معدل النمو المدعّم يحسب بالعلاقة التالية:

$$SG = ROE * b$$

علما أنّ: **b** معدل احتجاز الأرباح

بما أنّه لا يوجد إصدار للأسهم الجديدة وأنّ نسبة الديون إلى حقوق الملكية ثابتة، فإنّ النمو في حقوق الملكية (القيمة الدفترية) يكون مساويا للنمو في الأرباح المحتجزة ويساوي معدل النمو المستقل (المدعّم).

أي أنّ:

$$BV_n = BV_{n-1} + BV_{n-1} * SG$$
$$BV_n = BV_{n-1} (1 + SG)$$
$$BV_n = BV_{n-1} (1+ ROE * b)$$

وهذا يعني أنّ سياسة التمويل الذاتي (احتجاز الأرباح) تعرّف معدل النمو في القيمة الدفترية للمؤسسة من خلال معدل العائد على حقوق الملكية الذي تحقّقه المؤسسة (Vernimmen, Quiry, & Franck, 1998, p. 557).

رأينا أنّ قيمة المؤسسة وفق نظرية الالتقاط تحسب بالمعادلة التالية:

$$V_P = \frac{EBIT(1-T)}{(K-SG)}$$

أي أنّ:

$$V_P = \frac{EBIT(1-T)}{K- ROE*b}$$

من خلال هذه المعادلة نلاحظ وجود علاقة سلبية بين قيمة المؤسسة وتكلفة التمويل فكلمّا زادت تكلفة التمويل انخفضت قيمة المؤسسة، في حين أنّه توجد علاقة إيجابية بين قيمة المؤسسة ومعدل العائد على حقوق الملكية، فارتفاع هذا الأخير يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة.

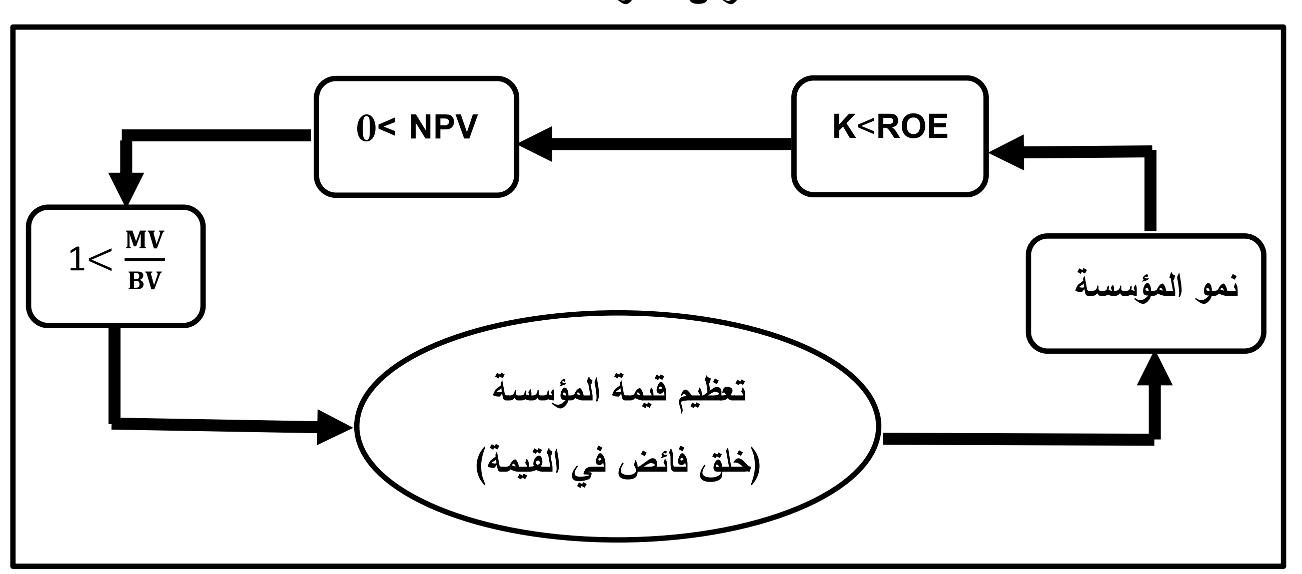
من وجهة النظر المحاسبية فإنّ المؤسسة تحقّق مردودية إذا حقّقت نتائج موجبة (0<ROE)، يعني إذا تمكّنت من تغطية تكاليف الاستغلال، أمّا من المنظور الاقتصادي فإنّ معدل العائد (مستوى المردودية) الذي يضمن نمو متوازن ويمكّن من تعظيم قيمة المؤسسة يجب أن يكون أعلى من تكلفة التمويل(K<ROE)، وهذا يعني أنّ المؤسسة استطاعت تحقيق فوائض مالية تضمن تغطية تكاليف الاستدانة والرفع من رأس المال بالإضافة إلى تكاليف الاستغلال (بن ساسي، 2005، صفحة 346).

اعتمادا على المعادلات السابقة يمكن تحديد أثر تكلفة التمويل والعائد على حقوق الملكية في خلق قيمة للمؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو، علما أنّه تم تعريف فرص النمو على أنّها الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة كما يلي:

3-1 في ظل ارتفاع فرص النمو:

إذا كانت فرص نمو المؤسسة مرتفعة، أي أنّ المؤسسة أمامها فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، وهذا يعني أنّ تكلفة التمويل أدنى من معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين (العائد على حقوق الملكية). فإن السعر السوقي لأسهم المؤسسة سيرتفع، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة مقارنة بقيمتها الدفترية، ممّا يدل على تحقيق فائض في القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، وهذا الفائض تستخدمه المؤسسة في تمويل فرص النمو المستقبلية ممّا يؤدي إلى نمو المؤسسة وتوسّعها. والشكل الموالي يوضّح ذلك:

الشكل رقم (2-8): أثر تكلفة التمويل والعائد على حقوق الملكية في خلق القيمة في ظل ارتفاع فرص النمو

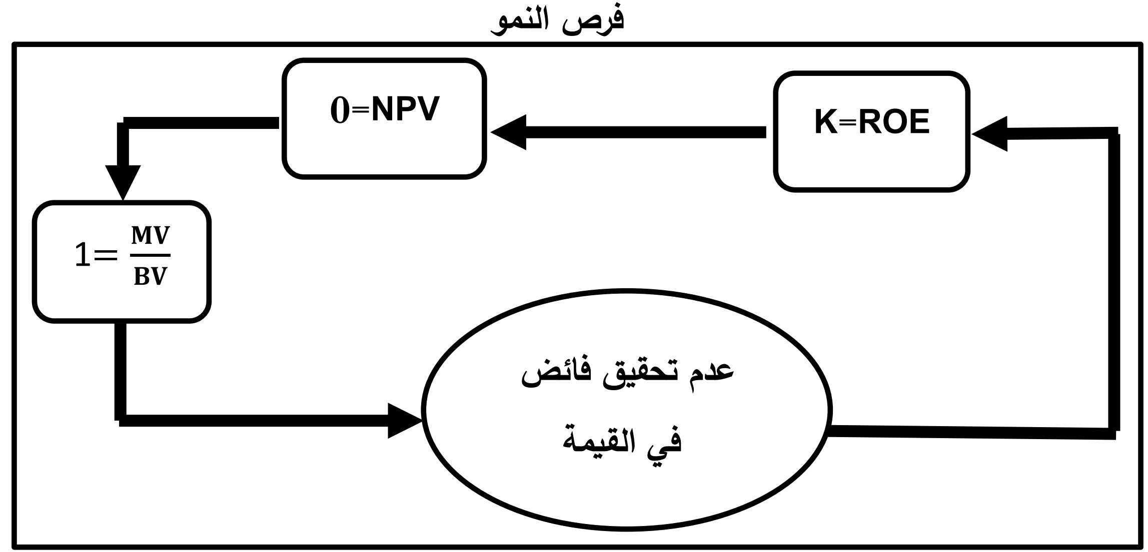


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (بن ساسي، 2005، صفحة 347)

3-2 في ظل انخفاض فرص النمو:

إذا كانت فرص نمو المؤسسة منخفضة، أي أنّ الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها ذات صافي قيمة حالية معدومة، يعني أنّ تكلفة التمويل تساوي معدل العائد على حقوق الملكية، فإنّ المؤسسة تكون في حالة توازن، أي أنّها لا تحقق لا فائض ولا تدهور في القيمة، وبذلك تكون قيمتها السوقية مساوية لقيمتها الدفترية كما هو مبيّن في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-9): أثر تكلفة التمويل والعائد على حقوق الملكية في خلق القيمة في ظل انخفاض فرص النمو

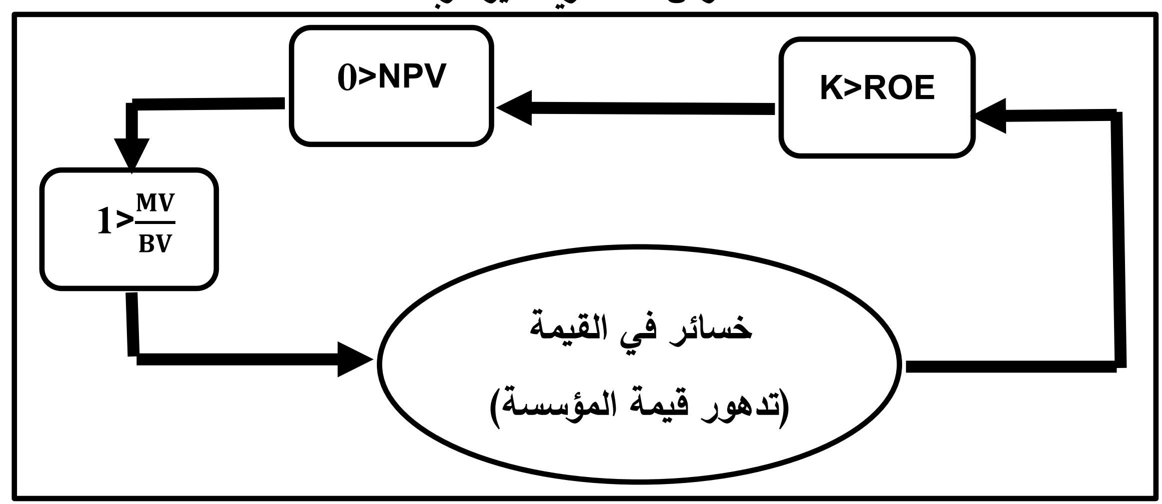


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (بن ساسي، 2005، صفحة 347)

3-3 في ظل وجود فرص استثمارية غير مربحة:

إذا كانت أمام المؤسسة فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة أي أنّ تكلفة التمويل أعلى من معدل العائد على حقوق الملكية، فإن تنفيذ هذه الاستثمارات يؤدي إلى تدهور في قيمة المؤسسة، وهذا ما يجعل المستثمرين ينصرفون عن أسهم المؤسسة فينخفض السعر السوقي للسهم، وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية. والشكل التالي يبيّن ذلك:

الشكل رقم (2−10): أثر تكلفة التمويل والعائد على حقوق الملكية في خلق القيمة في ظل وجود فرص استثمارية غير مربحة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (بن ساسي، 2005، صفحة 347)

من خلال دراستنا لمختلف النظريات التي بحثت العلاقة بين تكلفة التمويل، القرارات المالية، فرص النمو، وقيمة المؤسسة وجدنا تضارب واختلاف كبير بين هذه النظريات، خاصة في ظل اختلاف فرص النمو. فهناك نظريات ترى أنّه مع وجود فرص نمو مرتفعة يجب على المؤسسة الاعتماد على الرفع المالي لتمويل هذه الفرص والاستفادة من الوفورات الضريبية التي تحقّقها الديون، من أجل تعظيم ثروة الملّاك ومن ثمّ قيمة المؤسسة. في حين ترى نظريات أخرى أنّه يجب على المؤسسة احتجاز الأرباح والاعتماد على حقوق الملكية لتمويل هذه الفرص لتعظيم قيمة المؤسسة في السوق المالي. وكل نظرية لها مبرّراتها ووجهة نظرها الخاصة. وبالرّغم من هذه الاختلافات إلّا أنّ جميع هذه النظريات تتّفق على وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسة، فكلّما كانت تكلفة التمويل منخفضة مقارنة مع العائد المتوقع من قبل المساهمين كلّما استطاعت المؤسسة تعظيم قيمتها وخلق ثروة للمساهمين فيها.

خلاصة الفصل الثاني:

ترتبط الاحتياجات المالية للمؤسسة ارتباطا وثيقا بفرص نموها، فالمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة تكون في حاجة مستمرة للتمويل الإضافي. وحتى تنتفع المؤسسة من هذا النمو وتبرّر ضرورته يجب أن تكون تكلفة مصادر التمويل الإضافية المخصصة للنمو منخفضة. الأمر الذي يحتّم عليها تقييم وضعها المالي من حيث العائد والمخاطرة قبل اللّجوء إلى مصادر التمويل الخارجية، آخذة بعين الاعتبار تكلفة التمويل وسرعة الحصول عليه. ممّا يتيح لها الفرصة بإعادة تشكيل هيكلها المالي.

ومن أهم المواضيع التي تثير الجدل العلمي في مجال الإدارة المالية هو تحديد المدى الذي يُعتمد فيه على الديون عند صياغة الهيكل المالي. فاستخدام الديون يضمن للمؤسسة جملة من المزايا في غاية الأهمية، قد تكون الميزة الأساسية منها انخفاض التكلفة. لكن زيادة الاعتماد على الديون دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرّض المؤسسة للمخاطر، ممّا يؤدي إلى رفع معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين. الأمر الذي يزيد من تكلفة الديون والتي تزداد معها المخاطر المالية، ويزداد الأمر تعقيدا عندما تضعف قدرة المؤسسة على تحقيق تدفقات نقدية تكفي لمواجهة الالتزامات الثابتة للديون في مواعيد استحقاقها، ممّا يؤدي إلى العسر المالي الذي يمكن أن يؤدي بدوره إلى إفلاس المؤسسة وتصفيتها.

ولقد اختلفت الآراء حول وجود هيكل مالي مثالي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل، ومدى إمكانية أن تؤثر المؤسسة في قيمتها وفي تكلفة تمويلها من خلال تغيير المزيج التمويلي المستخدم في تمويل الفرص الاستثمارية، خاصة مع اختلاف فرص النمو.

الفصل الثالث

دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي

تمهيد:

بعدما تطرقنا في الفصلين السابقين للجانب النظري من الدراسة وبطريقة مفصّلة، حيث تعّرفنا على مختلف القرارات المالية في المؤسسة، وعلى تكلفة التمويل وأهميّتها وكيفية حسابها، كما تعرّفنا على قيمة المؤسسة ونظرية التقييم، وعلى فرص النمو في المؤسسة، ومختلف النظريات المفسّرة لأثر الهيكل المالي وتكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل فرص النمو المختلفة، وكيفية تعظيم قيمة المؤسسة وخلق قيمة للمساهمين فيها. سنقوم في هذا الفصل بتطبيق ما توصلنا إليه وإسقاطه على الواقع العملي، وذلك من خلال إجراء دراسة قياسية على عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال سنة 2021. من أجل اختبار أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسات السعودية المدرجة في السوق المالي في ظل اختلاف فرص النمو.

وسنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية كما يلي:

المبحث الأول: المعالم الأساسية للسوق المالي السعودي

المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة القياسية

المبحث الثالث: التحليل الكمي القياسي للبيانات

المبحث الأول: المعالم الأساسية للسوق المالي السعودي

سنتعرّض في هذا المبحث إلى المعالم الأساسية للسوق المالي السعودي، وذلك بتقسيمه إلى ثلاث مطالب رئيسية، حيث سنتعرف في المطلب الأول على السوق المالي السعودي، ونتطرق في المطلب الثاني إلى الإطار التنظيمي له، أما المطلب الثالث فسنعرض فيه أهم الإحصائيات المتعلقة بالسوق المالي السعودي سنة 2021.

المطلب الأول: ماهية السوق المالي السعودي

يعد السوق المالي السعودي من بين أكبر الأسواق المالية في العالم، ويتكون من سوقين: سوق رئيسي وسوق موازي.

1- نبذة عن السوق المالي السعودي:

"تداول" هو السوق المالي الرئيسي في المملكة العربية السعودية إلى جانب سوق "نمو" الذي يمثل سوق لتداول أسهم المؤسسات الناشئة.

1-1 السوق الرئيسي "تداول":

يعتبر السوق المالي السعودي "تداول" أكبر سوق مالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا، وتاسع أكبر سوق للأوراق المالية في العالم اعتبارًا من ديسمبر 2019. يصل عدد المؤسسات المدرجة فيه إلى 212 مؤسسة، وتقدر القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات بـ 9,8 تريليون ريال سعودي، وهو ما يعادل 2.62 تريليون دولار. وتهدف السعودية لجعل السوق المالي لديها من بين أكبر ثلاث أسواق في العالم، بقيمة سوقية تتعدى 11 تريليون ريال سعودي، مدعوم بأكبر شركة نفط في العالم "أرامكو السعودية" التي تبلغ قيمتها نحو 8.5 تريليون ريال (العربية، 2022).

1-2 السوق الموازي "نمو":

يعد منصة بديلة لتداول الأسهم تشرف عليها هيئة السوق المالي السعودي، انطلقت يوم 26 فيفري سنة 2017، بتداول أسهم 7 مؤسسات من قطاعات مختلفة، وبشروط إدراج أكثر مرونة بالمقارنة مع السوق الرئيسي من حيث القيمة السوقية، وعدد الأسهم المطروحة، وعدد المساهمين. تهدف إلى إتاحة الفرصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المؤهلة لتنويع مصادر تمويلها وزيادة رأسمالها، ممّا يزيد من فرص نموها وتوسّعها وتطوّر نشاطاتها وأعمالها، ويسمح لها بالانتقال إلى السوق الرئيسي بعد استيفاء جميع متطلبات الإدراج (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 1926-2020م، 2020، صفحة 289)، كما تهدف إلى تنويع

الأدوات الاستثمارية المتاحة، وزيادة عمق السوق المالي السعودي (كابيتال SNB، 2017). ويقتصر التداول في السوق الموازي نمو على فئات المستثمرين المؤهلين، نظرا لارتفاع مستوى المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في هذا السوق بالمقارنة مع السوق الرئيسي (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م، 2020، صفحة 289).

2- نشأة وتطور السوق المالي السعودي:

مرّ السوق المالي السعودي بمراحل كثيرة منذ نشأته، عرف فيها تطوّرا كبيرا حتى أصبح من بين أهم الأسواق المالية العالمية.

2-1 نشأة السوق المالي السعودي:

تعود البدايات التاريخية للسوق المالي السعودي إلى سنة 1926 حين أُنشِئَت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي "الشركة المساهمة السعودية الوطنية لسير السيارات"، والتي حصلت على امتياز تسيير سيارات نقل الحجاج بين جدة ومكة (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م، 2020، صفحة 12)، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينيات، إذ تزايد عدد هذه الشركات حتى وصل سنة 1975 إلى 14 شركة مساهمة. ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ في أوائل الثمانينيات سوق غير رسمي للأسهم، واستمر في العمل بشكل غير رسمي حتى سنة 1984 أين تم تأسيس " الشركة السعودية لتسجيل الأسهم"، للقيام بأعمال التسوية والتّقاص. وتولّت مؤسسة النقد العربي السعودي تنظيم السوق في السنة نفسها، وحينها تمّ حصر الوساطة في تداول الأسهم عبر البنوك التجارية، من أجل تحسين الإطار التنظيمي للتداول (العربية، تاريخ سوق الأسهم السعودية "تداول" منذ تأسيسها في 1975، 2021).

2-2 تطور السوق المالي السعودي:

في سنة 1989 أُدْخِل نظام التسوية الآلية والتّقاص، والذي تم تطويره وتشغيله من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي سنة 1990، وابتداء من أكتوبر 2001 تم تشغيل نظام "تداول" وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتسوية والتقاص، وهو الاسم الذي احتفظت به السوق حتى اليوم.

كانت سنة 2003 محطة تنظيمية مهمّة، إذ شهدت إعادة هيكلة السوق المالي من الناحية الإشرافية والتنظيمية، فتأسست "هيئة السوق المالية"، لتولي وضع اللوائح والقواعد التنظيمية لحماية المستثمرين، وشهد السوق في السنة ذاتها أول الطروحات العامة الأولية لشركة الاتصالات السعودية،

بقيمة فاقت 10 مليار ريال (العربية، تاريخ سوق الأسهم السعودية "تداول" منذ تأسيسها في 1975، 2021).

في سنة 2007 تم إنشاء شركة السوق المالي السعودي حيث تم تداول الأسهم والسندات الإسلامية التي تعرف باسم الصكوك، والصناديق المشتركة، والصناديق المتداولة في البورصة، وفي نفس السنة فتحت تداول أبوابها لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بعدما كان الاستثمار فيها مقتصر على المواطنين السعوديين.

في سنة 2008 أقرّت هيئة السوق المالي لائحة جديدة تسمح للمستثمرين الأجانب غير العرب بالمشاركة في تداول الأسهم، وفي سنة 2015 فتحت الجهات الرقابية المالية السوق المالي السعودي للمؤسسات الاستثمارية الأجنبية المؤهلة (مخيمر، 2019).

وقد تم تحديث شروط وقواعد استثمار الأجانب مرتين، مرة سنة 2016 ومرة أخرى سنة 2018. حيث كانت بداية الحصاد للإصلاحات التي حدثت سنة 2019، في ظل رؤية المملكة 2030، إذ تمّت ترقية السوق إلى مصاف الأسواق الناشئة من طرف أكبر ثلاث شركات عالمية للمؤشرات، S&P Dow Jones، FTSE Emerging Index، وMSCI.

كما شهدت سنة 2019 المحطة الأهم وهي طرح أرامكو، والذي جمع 96 مليار ريال أي ما يعادل 25.6 مليار دولار، ليكون أكبر اكتتاب عام في تاريخ الأسواق المالية العالمية حينها. وبذلك أصبح السوق المالي السعودي تاسع أكبر سوق مالي في العالم، بقيمة سوقية للمؤسسات المدرجة تصل إلى 2.3 تريليون دولار.

واستمر المسار الصّاعد متحدّيا أزمة فيروس كورونا، حيث تم إعلان "تداول" في السابع من أفريل 2021 عن تحوّلها إلى شركة قابضة تحمل اسم "مجموعة تداول السعودية"، بهيكل جديد في استعداد للطرح العام الأولي، والذي أتى في توقيت مثالي، إذ أنّه من المتوقع أن يصل عدد الإدراجات الجديدة نهاية السنة إلى 30 مؤسسة، ليزداد عمق السوق وتنوّع الأدوات والمنتجات الاستثمارية المتداولة فيه (العربية، تاريخ سوق الأسهم السعودية "تداول" منذ تأسيسها في 1975، 2021).

ويبدو أنّ السوق المالي السعودي "تداول" جاهز تنظيميا لاستقبال عملاق آخر وهو مشروع منطقة "**نيوم الاقتصادية**"، التي قد تطرح للاكتتاب سنة 2024 لتضيف 1.2 تريليون ريال إلى قيمة " تداول" في المرحلة الأولى، ثم يرتفع الرقم ليصل إلى 5 تريليون ريال باكتمال المشروع، لترتفع معه مرتبة السوق المالي السعودي إلى المرتبة السابعة عالميا. وقد أشار ولي العهد السعودي إلى أنّ

شركات صندوق الاستثمارات العامة السعودي جميعا سيتم إدراجها في السوق المالي، ومن بين مشاريع هذا الصندوق الكبرى على سبيل المثال لا الحصر: مشروع "**القدية**" ومشروع "**البحر الأحمر**" العملاقين، بالإضافة إلى كثير من المناطق اللوجستية والصناعية والشركات التي أسّسها الصندوق أو استثمر فيها، وهذا الأمر سيعزّز السوق المالي السعودي أكثر فأكثر (العربية، 2022).

3- أهداف السوق المالي السعودي:

يسعى السوق المالي السعودي لتحقيق جملة من الأهداف أهمّها (كتاف، 2014، صفحة 336):

أ. إدارة وتشغيل السوق المالي بكفاءة وتقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية، وذلك من خلال:

- ضمان جودة وعدالة السوق وكفاءته؛
- رفع مستوى الثقافة الاستثمارية؛
- تطوير الإمكانيات والقدرات الفنية والتنظيمية للسوق؛
- تقديم خدمات ذات جودة عالية ومتميّزة للعملاء سواء كانوا مستثمرين، مصدرين، وسطاء، أو مزودي خدمات البيانات، أو غيرهم ....؛

ب. تطوير سوق مالي رائد يوفر قنوات تمويلية واستثمارية تنافسية من خلال:

- توفير الآليات المناسبة للمؤسسات للحصول على التمويل اللّازم؛
- تطوير خدمات ومنتجات وأدوات مالية متنوّعة، متكاملة وابتكارية؛
- تشجيع المصدرين والمستثمرين والوسطاء الماليين المحلّيين والعالميّين على المشاركة في السوق.

ويطمح من وراء تحقيق هذه الأهداف إلى أن يصبح السوق الرئيسي في منطقة الشرق الأوسط مع نهاية سنة 2023، ومحط الأنظار للباحثين عن الاستثمار والتمويل في المنطقة، كما يسعى إلى جذب المستثمرين الأجانب سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول، ويأمل إلى زيادة رسملة السوق من خلال زيادة نسبة الاستثمار الأجنبي، وزيادة عمق السوق من خلال اجتذاب المزيد من المؤسسات النامية عبر سوق رئيسي كفؤ سلس الإدراج وسوق موازي، كما يأمل إلى تحقيق معدلات سيولة تحقّق أهداف المشاركين فيه، والاستفادة من رؤوس الأموال المتدفقة نتيجة إدراجه ضمن المؤشرات الدولية الناشئة، ليصبح سوق ذو كفاءة وجاذبية عاليتين بما يتوافق وأهداف رؤية المملكة 2030.

كما تطمح هيئة السوق إلى مضاعفة الأموال المستثمرة عبر القنوات المدارة ليتجاوز حجم الأصول 800 مليار ريال سعودي، سواء المحافظ أو الصناديق، أو غيرها من الأدوات المالية المبتكرة كصناديق الملكية الخاصة، التقنية المالية Fin-tech، رأس المال المخاطر، آملة أن ينتج عن ذلك قطاع مالي فعّال (هيئة السوق المالية، الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالية 2023-2021، 2020، صفحة 2).

4- مميّزات السوق المالي السعودي:

يتميز السوق المالي السعودي بمجموعة من المميّزات أهمّها (مجموعة تداول السعودية، حول تداول السعودية، 2023):

- يعتبر أكبر سوق مالي في منطقة الشرق الأوسط، ودول مجلس التعاون الخليجي، وشمال افريقيا؛
- يعد واحدا من أكبر الأسواق المالية من بين الـ 67 عضوا في الاتحاد الدولي للبورصات؛
- هو ثالث أكبر سوق مالي في الأسواق الناشئة؛
- يضم 345 ورقة مالية مدرجة، موزعة بين مختلف منصّات " تداول السعودية" وذلك في نوفمبر 2022؛
- بلغت قيمته السوقية 10.21 تريليون ريال سعودي في نوفمبر 2022، أي ما يعادل 2.72 تريليون دولار أمريكي.

ورغبة منه في الانفتاح على أسواق المال العالمية، يسعى السوق المالي السعودي كبقية الأسواق المالية إلى الانضمام إلى مؤشرات الأسواق العالمية. وقد نجح في الانضمام إلى عدد من المؤشرات الدولية أهمّها مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets Index)، ومؤشر فوتسي راسل (FTSE Emerging Index)، وذلك بعد تحقيق مجموعة من التطورات الجوهرية التي أهّلته لذلك، ومن بين أهم هذه التطورات السماح للمستثمرين الأجانب المؤهلين بالاكتتاب في السوق المالي السعودي (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م، 2020، صفحة 146).

المطلب الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

حرصت الجهات التنظيمية في المملكة على الاستفادة من خبرات الدول الأخرى في تنظيم الأسواق المالية، حيث تظافرت جهود هذه الجهات على إنجاز البنية التحتية والتنظيمية للسوق.

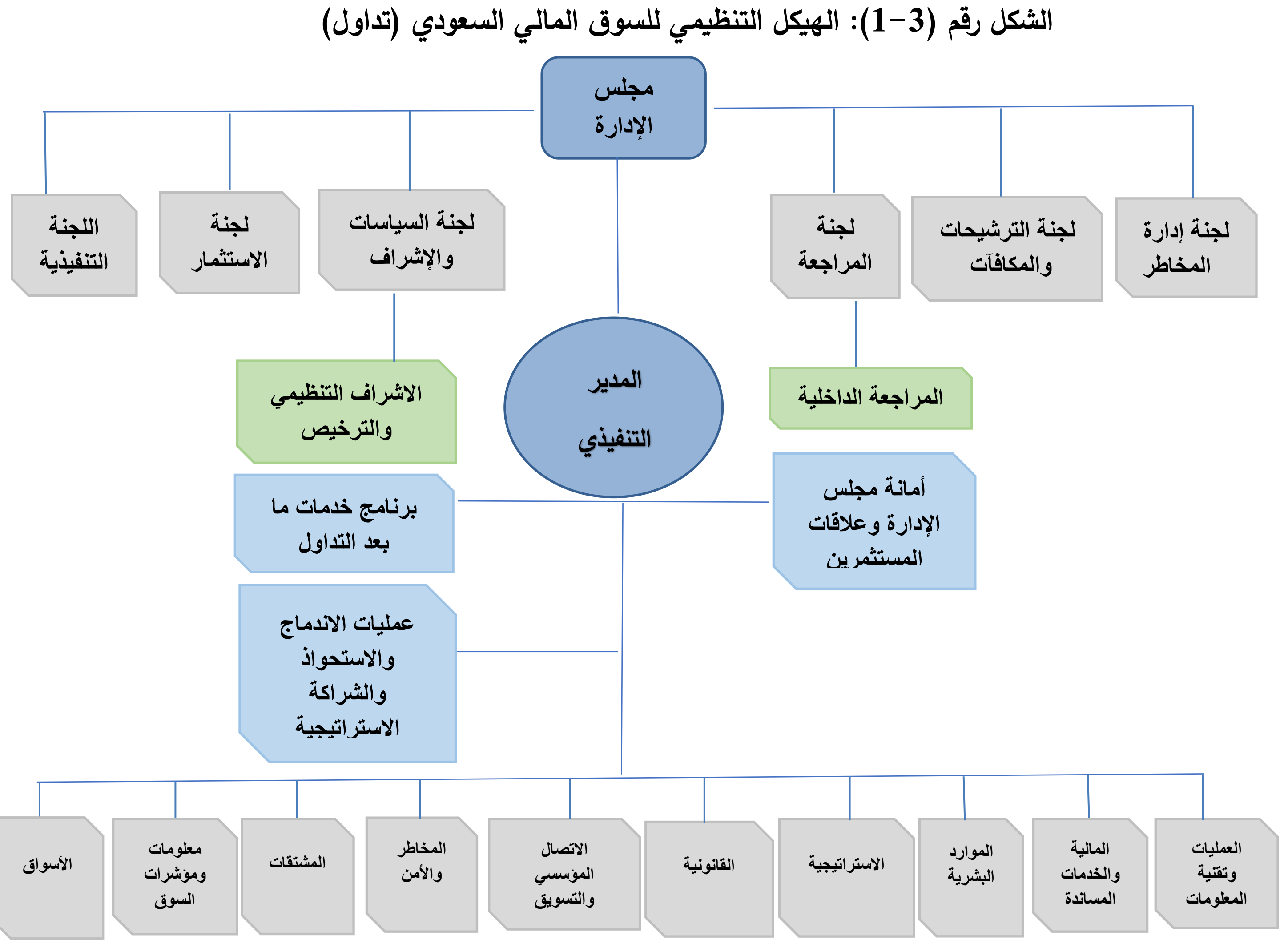
1- الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي (تداول):

يدير شركة "**تداول**" وفق ما جاء في نظام السوق المالي الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/6/2هـ مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء. يعيّن هذا المجلس بقرار من مجلس الوزراء وبترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالي، ويختار الأعضاء من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتكون العضوية على النحو الآتي (تداول، 2018):

- ممثل عن وزارة المالية؛
- ممثل عن وزارة التجارة والاستثمار؛
- ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- أربعة أعضاء ممثلون عن شركات الوساطة المرخص لها؛
- عضوان يمثلان المؤسسات المدرجة في السوق.

والتمثيل البياني أدناه يوضح الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي "**تداول**" وبعض لجان مجلس الإدارة:

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي (تداول)



المصدر: https://annualreport2018.tadawul.com.sa/Resources/AnnualReport/ar/stewardship/govern=ance_at_tadawul.html#:~:text

2- نظام وهيئة السوق المالي السعودي:

لقد تم إعداد نظام للسوق المالي السعودي، والذي تأسّست بموجبه هيئة السوق المالي للإشراف على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي وتطويره.

2-1 نظام السوق المالي السعودي:

تظافرت جهود الجهات التنظيمية في المملكة العربية السعودية على إعداد مشروع نظام السوق المالي والذي مثّل نقلة نوعية في مسيرة التطور التي انتهجتها المملكة.

2-1-1 مفهوم نظام السوق المالي السعودي: صدر قرار مجلس الوزراء رقم (91) بتاريخ 16 جوان 2003 باعتماد نظام السوق المالي، والذي يهدف في جوهره إلى إعادة هيكلة السوق المالي على أسس جديدة بما يضمن للمتعاملين توفير المزيد من الشفافية والإفصاح والعدالة في التعامل، ويكون هذا تحت إشراف هيئة السوق المالي (هيئة السوق المالية، 2021، الصفحات 142-147).

تميّز هذا النظام بتوفير مظلّة مرجعية متكاملة للسوق المالي، تشمل الأسس والمبادئ والنصوص، التي تغطي مختلف الجوانب المتعلقة به كتحديد المؤسسات الإشرافية والرقابية، وتحديد المهام والصلاحيات الموكلة لها. كما اهتم بجوانب الإفصاح ونشر المعلومات من خلال نصوص واضحة سواء تعلق الأمر بسوق الإصدار أم بسوق التداول، ونصوص تحد من استغلال الإشاعات والمعلومات، إضافة إلى الأحكام الجزائية والعقوبات التي تهدف إلى تحقيق سلامة التعامل في السوق.

كما حرص على تنظيم الوسطاء والتراخيص الممنوحة لهم، ومكّن رجال الأعمال والمستثمرين من فرص الاستثمار في سوق الأسهم، بالإضافة إلى تشجيع النظام لمؤسسات كبيرة قائمة خاصة المؤسسات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة، هذا وأنّ نشأة سوق مالي كبير وفقا لنظام متكامل سيكون له دور مهم في تنويع مصادر التمويل، مع توقع جذب السوق لمدخرات الطبقة المتوسطة، وهذا في ظل توفير حوافز الاستقلالية والعدالة (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 1926-2020م، 2021، صفحة 148).

2-1-2 أسس وقواعد النظام: هناك نموذجين أساسيين تتّبع النظم القانونية للإشراف على الأسواق المالية أحدهما، يقوم النموذج الأول على الجدارة (Merit-Based Régulation)، والثاني قائم على الإفصاح (Disclosure- Based Régulation).

في ظل النظام القائم على الجدارة يقع على عاتق الهيئة المنظمة للسوق المالي تحديد المخاطر التي تتعلق بالاستثمار قبل الموافقة على أي اقتراح بشأن إصدار الأوراق المالية أو المنتجات الاستثمارية، ويفترض هذا النظام أنّ منظمي السوق لديهم معلومات أفضل من المستثمرين، وأنّه بإمكانهم تحديد مزايا المعاملات بالنيابة عنهم وبشكل أفضل، وبذلك فهو يتضمّن سلطة مقيّدة لحرية المستثمرين.

أمّا النظام القائم على الإفصاح فهو لا يتدخّل في آليات عمل السوق، ولا يصدر أي حكم على الأوراق المالية أو الفرص الاستثمارية المقدّمة، لكنّه يسعى للتأكّد فقط من أنّ الوثائق ذات الصلة توفّر

جميع المعلومات عن المؤسسة وأوراقها المالية، حتى يتمكّن المستثمرون من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المعروضة بأنفسهم، وبذلك فهو لا يتخذ قرارات الاستثمار نيابة عن المستثمر.

ولقد اعتمد نظام السوق المالي السعودي النموذج القائم على الإفصاح، إذ أوكل لهيئة السوق المالي مسؤولية العمل على تحقيق العدالة والشفافية والكفاية في المعاملات، ومراقبة وتنظيم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلّقة بالأوراق المالية وبالجهات المصدرة لها، وتعامل كبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتوفير المعلومات التي يجب الإفصاح عنها لحملة الأسهم والجمهور. وبالتالي فإن الهيئة لا تتدخل في آلية السوق، كما أنّها ليست مسؤولة عن تحديد أو تغيير السعر العادل للسهم، ولا علاقة لها بارتفاع أو انخفاض سعر الأسهم.

ولكنّها في المقابل لديها صلاحية رفع دعوى أمام اللّجنة ضد أي شخص ارتكب أي ممارسات مخالفة لأحكام النظام أو لوائح السوق، أو اللوائح التي تصدرها الهيئة. وبموجب التعليمات الواردة في هذا النظام ستجد المؤسسات نفسها مجبرة على اتباع رقابة داخلية صارمة، الأمر الذي يصب في خدمة هذه المؤسسات ونموها داخل السوق (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م، 2021، صفحة 149).

2-2 هيئة السوق المالي السعودي:

تأسست هيئة السوق المالي بموجب "نظام السوق المالي" وهي هيئة حكومية ذات استقلال إداري ومالي، ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء (هيئة السوق المالية، هيئة السوق المالية، 2023)، تتمتع بالشخصية الاعتبارية، ولها جميع الصلاحيات اللّازمة لأداء مهامها ووظائفها، كما تتمتع بالإعفاءات والتسهيلات التي تتمتع بها المؤسسات العامة، ويخضع العاملون فيها لنظام العمل.

يمنع على الهيئة القيام بأي نشاط تجاري، أو اقتناء أو تملّك أو إصدار أي أوراق مالية، أو اقتراض أو إقراض أي أموال، أو أن تكون لها مصلحة خاصة بقصد الربح في أي مشروع (هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، 2023، صفحة 5).

تتولى هيئة السوق المالي الإشراف على تنظيم السوق المالي وتطويره، وإصدار القواعد والتعليمات واللوائح اللّازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالي بغية توفير المناخ المناسب للاستثمار فيه، وزيادة الثقة به، والتأكد من الشفافية والإفصاح الملائم للمؤسسات المدرجة فيه، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الممارسات غير المشروعة في السوق (هيئة السوق المالية، هيئة السوق المالية، 2023).

2-2-1 صلاحيات هيئة السوق المالي: تتمتع هيئة السوق المالي بالصلاحيات التالية (هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، 2023، صفحة 5):

- تنظيم وتطوير السوق المالي، وتنمية أساليب الجهات والأجهزة العاملة فيه؛
- حماية المستثمرين من الممارسات التي تنطوي على غش أو تلاعب، أو احتيال أو خداع، أو التداول بناءً على معلومات داخلية؛
- العمل على تحقيق الشفافية والعدالة والكفاءة في المعاملات؛
- تطوير ضوابط تحد من المخاطر المرتبطة بالتعامل في الأوراق المالية؛
- تنظيم وتطوير ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- مراقبة وتنظيم أنشطة الجهات التي تخضع لإشراف الهيئة؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

2-2-2 الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالي 2021-2023: من خلال خطّتها الاستراتيجية تسعى الهيئة إلى جعل السوق المالي السعودي السوق الرئيسي في الشرق الأوسط، ومن بين أهم الأسواق المالية في العالم، وأن يكون سوق متقدم وجذّاب للاستثمار الأجنبي والمحلي حتى يتمكّن من أداء دور محوري في التنمية الاقتصادية وتنويع مصادر الدخل.

وتتكون هذه الخطة من أربع محاور أساسية هي (هيئة السوق المالية، هيئة السوق المالية، 2023):

1- تسهيل التمويل، من خلال تعزيز دور السوق المالي في توفير مختلف مصادر التمويل للاقتصاد الوطني؛

2- تحفيز الاستثمار بجذب المستثمرين للسوق وتسهيل سبل الاستثمار؛

3- تعزيز الثقة عن طريق رفع مستويات الحوكمة والشفافية، وتطوير البيئة التنظيمية؛

4- بناء القدرات المعرفية والفنية للمشاركين في السوق.

وتهدف الهيئة في خطتها الاستراتيجية إلى تطوير السوق المالي وتَقَدُّمِهِ من خلال (هيئة السوق المالية، هيئة السوق المالية، 2023):

- تعزيز الاستثمار المؤسسي ورفع جاذبية السوق للمستثمر؛
- تعميق السوق؛
- تشجيع الاستثمار وتسهيله لجميع فئات المستثمرين وتنويع المنتجات الاستثمارية؛
- تعزيز دور الصناديق في تمويل الاقتصاد الوطني وتطوير سوق الصكوك وأدوات الدين؛

- دعم نمو صناعة إدارة الأصول؛
- تعزيز دور السوق المالي السعودي في تكوين رؤوس الأموال اللّازمة وتوفير التمويل؛
- تعزيز استقرار السوق وتطوير البنى التحتية له؛
- رفع مستوى الشفافية والحوكمة في السوق؛
- رفع مستوى الثقافة الاستثمارية والوعي لدى المشاركين في السوق وتمكينهم من الوصول إلى المعلومات الاقتصادية والمالية بسهولة ويسر ممّا يعود بالنفع على قراراتهم الاستثمارية؛
- تطوير البيئة التنظيمية والرقابية للسوق من أجل تعزيز العدالة وحماية المتعاملين فيه؛
- تعزيز الالتزام بالمعايير الدولية للأسواق المالية لجعل السوق المحلي أكثر جاذبية ومنافسة؛
- تأهيل وتمكين الكوادر البشرية المشارِكة في السوق لتحقيق الأدوار المنوطة بها.

وسيتم تلخيص هذه الخطة في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالي

الرؤية

أن تصبح السوق الرئيسية في الشرق الأوسط ومن أهم
عشرة أسواق مالية في العالم

الرسالة

سوقا مالية مسهلة للتمويل، محفزة للاستثمار،داعمة للثقة، ومنبعا للقدرات

محاور وأهداف الخطة

تسهيل التمويل	تحفيز الاستثمار	تعزيز الثقة	بناء القدرات
تعميق السوق المالية وتعزيز دورها في تكوين رؤوس الأموال	دعم نمو إدارة الاصول وتعزيز الاستثمار المؤسسي	تبني منهجية الإشراف المبني على المخاطر مع تعزيز آليات معالجة المخالفات النوعية	تطوير قدرات مؤسسات السوق المالية ومؤسسات البنية الأساسية للسوق
تطوير سوق الصكوك وأدوات الدين	رفع جاذبية السوق للمستثمر الأجنبي	تعزيز الاستقرار في السوق المالية	رفع مستوى الوعي والثقافة المالية في السوق
دعم نمو آليات التمويل البديلة	تنويع المنتجات الاستثمارية والاليات المتاحة في السوق	تعزيز حماية المستثمر وإجراءات فض المنازعات	تسهيل التطوير في حلول البيانات والتقنية المالية
	تحسين آليات التداول المتاحة في السوق المالية	تعزيز مستوى الحوكمة والشفافية للمشاركين فى السوق	

ممكنات التنفيذ

تعزيز دور المورد البشري وتطوير قدراته	تعزيز التميز المؤسسي	تيسير التحول الرقمي لهيئة السوق المالية وإثراء تجربة المستخدمين

المصدر: (هيئة السوق المالية، الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالية 2021-2023، 2020، صفحة 12)

3- المؤسسات التابعة لمجموعة تداول السعودية:

تضم المجموعة أربع شركات هي: "تداول السعودية" كسوق للأوراق المالية، شركة مقاصة، شركة مركز إيداع الأوراق المالية، وشركة وامض المتخصصة في الخدمات والحلول التقنية.

3-1 تداول السعودية (سوق الأوراق المالية):

هي شركة تابعة ومملوكة بالكامل لمجموعة تداول السعودية، تأسّست في شهر مارس 2021 بعد تحوّل شركة السوق المالي السعودي "تداول" إلى شركة قابضة تحمل اسم "مجموعة تداول السعودية". وهي السوق المالي الأكبر في منطقة الشرق الأوسط ودول مجلس التعاون الخليجي، والجهة الوحيدة المصرّح لها بالعمل كسوق لإدراج وتداول الأوراق المالية في المملكة. حيث تتولّى مسؤولية إصدار وتداول الأوراق المالية للمستثمرين الدوليين والمحليين باعتبار أنّها سوق الأوراق المالية المعني بأنشطة التداول. كما أنّها تقوم بدور محوري في تنفيذ الخطط الاستراتيجية للنمو لمجموعة تداول السعودية، وتوفير فرص استثمارية جذابة ومتنوعة للمشاركين في السوق (مجموعة تداول السعودية، تداول السعودية، 2023). وتستفيد "تداول السعودية" من دعم المجموعة لطرح العروض الجذّابة والفرص الاستثمارية المتنوعة، وتقديم أفضل الخدمات، بهدف زيادة جاذبية السوق المالي السعودي بين المستثمرين المحليين والأجانب (مجموعة تداول السعودية، حول تداول السعودية، 2023).

وتتمثّل الأنشطة الأساسية لشركة "تداول السعودية" فيما يلي (مجموعة تداول السعودية، تداول السعودية، 2023):

- إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- إيداع وتحويل وتسوية ومقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة؛
- توفير المعلومات، باعتبارها المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق المالي في المملكة؛
- تقديم مجموعة متنوعة من الخدمات للمستثمرين، وحاليا هي تستخدم نظاما من أكثر أنظمة التداول تطورا، ممّا يخلق تجربة سلسة للتداول من خلال التشغيل المتكامل والمعالجة المباشرة. حيث يتم مطابقة وتأكيد وتنفيذ جميع صفقات التداول إلكترونيا، وذلك بالاعتماد على نظام التسوية (T+2)، كما تم تصميم محرك التداول لخدمة العديد من الأوامر التي تلبّي حاجة المستثمرين، بما فيها الصفقات المتفاوض عليها.

3-2 شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع):

تم تأسيسها سنة 2016، وهي المسؤولة عن الأعمال التي تتعلّق بإيداع الأوراق المالية، تسجيل ملكيّتها، نقلها وتسويّتها. وهي تعمل على تطوير البنى التحتية والإجراءات اللّازمة لتنفيذ المعاملات وفقا لأفضل الممارسات الدولية، وتهدف إلى تعزيز كفاءة خدماتها المقدمة بما يتماشى مع رؤية المملكة 2030، من خلال خلق بيئة تعزّز التميّز في مختلف قطاعات السوق المالي(مجموعة تداول السعودية، مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع)، 2023). ويقوم مركز إيداع بتقديم مجموعة من الخدمات أهمها(مجموعة تداول السعودية، مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع)، 2023):

- تشغيل وصيانة نظام الإيداع والتسوية (DSS)، وهو نظام إلكتروني لحفظ الأوراق المالية وتسجيل ملكيّتها؛
- ربط أعضاء السوق من خلال نظام DSS؛
- تقديم خدمات متعدّدة وذات قيمة مضافة مثل:
  - خدمات التصويت عن بعد (التصويت الإلكتروني)؛
  - إدارة الجمعيات العمومية للمصدرين (AGM)؛
  - صيانة البيانات الأساسية المهمة؛
  - إعداد التقارير والإخطارات؛
  - تسهيل إيداع عمليات حفظ حقوق الملكية والديون (الصكوك والسندات)، صناديق الاستثمار المشتركة، صناديق الاستثمار المتداولة، صناديق الاستثمار العقاري، وغيرها من الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي السعودي.

3-3 شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة):

تأسّست سنة 2018 وتعتبر من أهم المقوّمات الأساسية لمستقبل البنية التحتية للسوق المالي السعودي بفضل جهودها في تعزيز كفاءته، وتمكينه من التوسّع في الخدمات والمنتجات الجديدة. كما أنّها تساهم في التقليل من مخاطر ما بعد التداول، وتوفر خدمة إدارة المخاطر المركزية للطرف المقابل، وتطور خدمات المقاصة طبقا لأفضل الممارسات الدولية من خلال تبني آليات جديدة تضمن تسوية التداولات. وتتمثل الخدمات التي تقدمها شركة مركز مقاصة فيما يلي (مجموعة تداول السعودية، مقاصة، 2023):

- تعمل كوسيط بين طرفين لتبادل الأوراق المالية وذلك باتخاذ دور البائع لكل مشتر، ودور المشتري لكل بائع، فتصبح بذلك مسؤولة عن ضمان تسوية الصفقة، وهذا يعني أنّ كل طرف لم يعد بحاجة إلى القلق بخصوص مخاطر الطرف المقابل؛
- تقوم بإجراء صفقات متعددة الأطراف بين الأعضاء، ممّا يقلّل من قيمة وعدد معاملات تسوية الأوراق المالية والمدفوعات النقدية؛
- تعمل على تحسين تكامل السوق المالي عن طريق تبني آليات جديدة لضمان تسوية التداولات، ممّا يضمن وفاء كافة الأطراف بالتزاماتها عند تسوية الصفقات، لهذا فإنّ خدمات مركز مقاصة تعزّز البنية التحتية للسوق المالي السعودي وتزيد من كفاءته التشغيلية.

3-4 شركة وامض:

وامض شركة ذات أهداف طموحة، متخصصة في خدمات التكنولوجيا التطبيقية المبتكرة، تم إطلاقها لدعم نمو السوق المالي السعودي والأسواق الإقليمية، بناءً على ركيزة الابتكار، وتوافقا مع رؤية المملكة 2030 (وامض، 2023).

تعتبر "وامض" الحجر الأساسي في استراتيجية مجموعة تداول السعودية، من أجل تعزيز جاذبية السوق المالي السعودي للمستثمرين الأجانب، وترسيخ مكانة المجموعة كوجهة مفضلة للمؤسسات الطامحة في الإدراج (مجموعة تداول السعودية، وامض، 2023). وترتكز في ذلك على توفير التقنيات الحديثة من خلال الابتكار التقني عن طريق إفساح المجال لحلول البنية التحتية، وتوظيف قوة التقنية والبيانات في السوق المالي السعودي (وامض، 2023).

تعد وامض شركة رائدة في الخدمات والمنتجات التقنية القائمة على الابتكار، فهي تقدم أحدث التقنيات من أجل توفير حلول ذات قيمة مضافة للمشاركين في السوق المالي ومجتمع الأعمال الواسع (مجموعة تداول السعودية، وامض، 2023)، حيث تعمل كونها الذراع الابتكارية لمجموعة تداول السعودية على تطوير السوق المالي السعودي وتعزيز البنية التحتية له من خلال الابتكار والأفكار المؤثرة والمبادرات التقنية الجديدة والجريئة. وتطوير جيل من الحلول القائمة على التقنيات المبتكرة، كما تساعد المشاركين فيه للتغلب على التحديات التي تواجههم بابتكار حلول ديناميكية طموحة والاستفادة من البيانات والتقنيات الحديثة (وامض، 2023).

4- الأدوات المتاحة للاستثمار في السوق المالي السعودي:

ظلّت الأسهم هي الأداة التقليدية الوحيدة بدون منازع في السوق المالي السعودي لسنوات طويلة، حتى أنّه كان يسمى بسوق الأسهم، لحين إصدار نظام السوق المالي، حيث تمّ التحوّل من سوق الأسهم إلى سوق مالي تتنوع فيه الإصدارات والأدوات المتداولة، والمتمثّلة في (هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م، 2020، الصفحات 106-119):

- الأسهم؛
- الصكوك والسندات؛
- صناديق الاستثمار؛
- صناديق الاستثمار العقاري؛
- صناديق المؤشرات المتداولة Exchange-Traded Fund (ETF) ؛
- صناديق الاستثمار العقارية المتداولة Real Estate Investment Trust (REIT)؛
- المشتقات؛
- مختبر التقنية المالية.

المطلب الثالث: إحصائيات السوق المالي السعودي لسنة 2021

سنقوم في هذا المطلب بعرض أهم الاحصائيات والمؤشرات المالية المتعلقة بالسوق المالي السعودي خلال سنة 2021.

1- ملخص عن السوق المالي السعودي وأهم مؤشراته المالية لسنة 2021:

فيما يلي ملخص عن السوق المالي السعودي خلال سنة 2021 يتضمن أهم مؤشرات السوق ومقارنتها مع مؤشرات السنة السابقة.

1-1 ملخص السوق الرئيسي "تداول" سنة 2021:

- ❖ أغلق المؤشر العام للسوق الرئيسي في نهاية سنة 2021 عند مستوى 11281.71 نقطة، بعدما كان 8689.53 نقطة في نهاية سنة 2020، محقّقا بذلك ارتفاعا بنسبة 29.83%، وقد حقّق أعلى نقطة إغلاق يوم 21 أكتوبر من هذه السنة، وذلك عند مستوى 11939.58 نقطة.
- ❖ بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نهاية سنة 2021، 10009.15 مليار ريال، وهو ما يعادل 2669.11 مليار دولار أمريكي، بارتفاع قدر بـ 9.97% مقارنة مع نهاية سنة 2020.

- بلغ عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2021، 67.53 مليار سهم، بانخفاض قدر بـ 15.61% مقارنة بالسنة السابقة والتي بلغ عدد الأسهم المتداولة خلالها 80.03 مليار سهم. وقدرت القيمة الإجمالية لهذه الأسهم بـ 2235.90 مليار ريال وهو ما يعادل 596.24 مليار دولار أمريكي، وذلك بارتفاع قدّر بـ 7.09% عن السنة السابقة.
- أمّا المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة خلال هذه السنة فقد بلغ 270.14 مليون سهم، وقد عرف انخفاضا قدره 15.28% مقارنة بالسنة السابقة، حيث كان المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة 318.85 مليون سهم. وقدّر المتوسط اليومي لقيمة هذه الأسهم بـ 8943.60 مليون ريال بارتفاع قدره 7.52% عن السنة السابقة.
- عدد الصفقات المنفذة خلال هذه السنة بلغ 91.87 مليون صفقة، وقد عرف ارتفاعا بنسبة 19.80% عن العام السابق.
- أمّا المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة فقد بلغ 367.47 ألف صفقة، وهذا مقابل 305.52 ألف صفقة منفذة كمتوسط يومي خلال السنة السابقة (الإصدارات الدورية– Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022).

2-1 ملخص السوق الموازي "نمو" سنة 2021:

- أغلق مؤشر السوق الموازي "نمو" في نهاية سنة 2021 عند مستوى 25975.83 نقطة، حيث كانت أعلى نقطة إغلاق يوم 02 فيفري 2021، عند مستوى 27866.66 نقطة.
- بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة سنة 2021، 19.03 مليار ريال وهو ما يعادل 5.07 مليار دولار أمريكي.
- قدّرت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة سنة 2021 بـ 11.36 مليار ريال، وهو ما يعادل 3.03 مليار دولار أمريكي.
- بلغ عدد الصفقات المنفذة سنة 2021، 393.98 ألف صفقة.
- قدر عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2021 بـ 120 مليون سهم.
- قدر المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة سنة 2021، 1575 صفقة.
- بلغ المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة سنة 2021، نحو 45.46 مليون ريال.
- قدر المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة سنة 2021، 483 ألف سهم (الإصدارات الدورية– Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022).

3-1 المؤشرات المالية للسوق المالي السعودي لسنة 2021:

يعرض الجدول الموالي أهم المؤشرات المالية الشهرية المتعلقة بالسوق المالي السعودي سنة 2021، والمتمثلة في المؤشر العام للسوق ونسبة التغير فيه، القيمة السوقية ونسبة التغير فيها، العائد على السهم EPS، نسبة السعر للعائد PER، القيمة الدفترية BV، ونسبة السعر للقيمة الدفترية أي القيمة السوقية للقيمة الدفترية MBV.

الجدول رقم (3-1): المؤشرات المالية لسنة 2021

الشهر	المؤشر العام	التغير %	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)	التغير %	العائد/ السهم	السعر/ العائد	القيمة الدفترية	السعر/القيمة الدفترية
جانفي	8,702.55	-	9,050,814.39	-	1.01	29.03	8.05	4.35
فيفري	9,144.99	5.08%	9,117,086.76	0.73%	1.01	29.17	8.05	4.38
مارس	9,907.82	8.34%	9,631,854.14	5.65%	1.01	30.66	8.05	4.63
أفريل	10,418.98	5.16%	9,656,438.04	0.26%	0.92	36.36	8.15	4.59
ماي	10,551.23	1.27%	9,655,609.70	-0.01%	1.06	32.35	8.32	4.50
جوان	10,984.15	4.10%	9,722,226.99	0.69%	1.06	32.52	8.32	4.53
جويلية	11,012.71	0.26%	9,689,864.38	-0.33%	1.06	32.40	8.31	4.52
أوت	11,319.24	2.78%	9,829,986.98	1.45%	1.48	24.78	8.52	4.47
سبتمبر	11,495.76	1.56%	10,071,019.59	2.45%	1.48	25.33	8.50	4.58
أكتوبر	11,704.14	1.81%	10,520,218.96	4.46%	1.48	26.43	8.52	4.77
نوفمبر	10,761.80	-8.05%	9,629,324.02	-8.47%	1.82	19.81	9.45	3.93
ديسمبر	11,281.71	4.83%	10,009,151.36	3.94%	1.82	20.56	9.46	4.07

المصدر: (الإصدارات الدورية-Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

- ارتفاع في المؤشر العام للسوق من 8702.55 نقطة في شهر جانفي إلى 11281.71 نقطة في شهر ديسمبر، وقد عرف انخفاضا خلال شهر نوفمبر قدر بـ (8.05%) مقارنة بشهر أكتوبر؛
- ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم المصدرة من 9,050,814.39 مليون ريال سعودي في شهر جانفي إلى 10,009,151.36 مليون ريال في نهاية شهر ديسمبر، وقد عرفت انخفاضا في الأشهر ماي، جويلية، ونوفمبر قدر بـ (0.01%، 0.33%، 8.47%) على التوالي؛
- ارتفاع العائد على السهم من 1.01 خلال شهر جانفي إلى 1.82 في نهاية شهر ديسمبر؛

– انخفاض نسبة السعر للعائد (فرص النمو) من 29.03 مرة في شهر جانفي إلى 20.56 مرة في شهر ديسمبر، وقد عرفت تذبذبا خلال السنة، حيث سجّلت أعلى قيمة في شهر أفريل 36.36 مرة، أما أدنى قيمة فكانت 19.81 مرة سجلت في شهر نوفمبر؛

– ارتفاع القيمة الدفترية للسهم من 8.05 ريال سعودي في شهر جانفي إلى 9.46 ريال في نهاية شهر ديسمبر؛

– انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية من 4.35 مرة في نهاية شهر جانفي إلى 4.07 مرة في نهاية شهر ديسمبر، وقد عرفت هي الأخرى تذبذبا خلال السنة، حيث وصلت أعلى قيمة إلى4.77 مرة في نهاية شهر أكتوبر، أما أدنى قيمة فكانت 3.93 مرة في نهاية شهر نوفمبر.

2– نشاط السوق حسب القطاعات سنة2021:

سنقوم بعرض نشاط السوق المالي السعودي خلال سنة 2021 حسب القطاعات المكوّنة له، وذلك من خلال مقارنة قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، وعدد الصفقات المنفذة لكل قطاع، ونسبتها إلى إجمالي السوق كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-2): النشاط القطاعي لسنة 2021

القطاعات	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)	النسبة %	عدد الأسهم المتداولة	النسبة %	الصفقات المنفذة	النسبة %
الطاقة	130,395.04	5.83	2,871,005,630	4.25	4,325,931	4.71
المواد الأساسية	457,805.06	20.48	13,972,779,475	20.69	18,722,049	20.38
السلع الرأسمالية	105,256.11	4.71	2,422,884,280	3.59	5,076,338	5.53
الخدمات التجارية والمهنية	45,870.88	2.05	819,759,796	1.21	1,829,739	1.99
النقل	69,684.99	3.12	2,053,230,285	3.04	3,101,934	3.38
سلع طويلة الأجل	84,197.57	3.77	2,771,108,817	4.10	4,086,642	4.45
الخدمات الاستهلاكية	94,472.05	4.23	2,971,447,038	4.40	4,724,450	5.14
الإعلام والترفيه	21,651.03	0.97	308,080,850	0.46	1,074,926	1.17
تجزئة السلع الكمالية	95,046.76	4.25	2,153,361,421	3.19	4,323,242	4.71
تجزئة الأغذية	30,537.92	1.37	443,662,761	0.66	1,576,644	1.72
إنتاج الأغذية	187,668.06	8.39	3,657,038,282	5.42	7,808,785	8.50
الرعاية الصحية	53,145.61	2.38	1,320,767,539	1.96	2,385,257	2.60
الأدوية	4,383.67	0.20	97,177,168	0.14	225,694	0.25
البنوك	253,412.98	11.33	7,005,739,648	10.37	6,085,378	6.62
الاستثمار والتمويل	77,207.28	3.45	2,211,989,243	3.28	3,440,386	3.74
التأمين	171,526.76	7.67	6,021,984,921	8.92	8,134,540	8.85
التطبيقات وخدمات التقنية	43,167.97	1.93	326,776,710	0.48	1,583,366	1.72
الاتصالات	84,938.39	3.80	2,574,756,835	3.81	2,502,272	2.72
المرافق العامة	51,058.95	2.28	1,185,430,587	1.76	1,958,804	2.13
الصناديق العقارية المتداولة	33,484.59	1.50	2,930,029,550	4.34	2,894,935	3.15
إدارة وتطوير العقارات	140,988.57	6.31	9,415,752,217	13.94	6,005,094	6.54
الإجمالي	**2,235,900.24**	**100.00**	**67,534,763,053**	**100.00**	**91,866,406**	**100.00**

المصدر: (الإصدارات الدورية–Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

- قطاع المواد الأساسية أكثر القطاعات نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2021، حيث قدّرت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع بـ 457.81 مليار ريال ممثّلة بذلك 20.48% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، يليه قطاع البنوك بقيمة 253.41 مليار ريال بنسبة 11.33%، ثم يليه

قطاع إنتاج الأغذية بقيمة 187.67 مليار ريال بنسبة 8.39% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال السنة.

- من حيث عدد الأسهم المتداولة كان قطاع المواد الأساسية أيضا أنشط القطاعات خلال هذه السنة، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 13.97 مليار سهم وهو ما يمثّل 20.69% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، ليأتي بعد ذلك قطاع إدارة وتطوير العقارات بـ 9.42 مليار سهم ما يمثّل 13.94%، ثم يأتي قطاع البنوك في المرتبة الثالثة بنحو 7.01 مليار سهم بنسبة 10.37% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال السنة.
- قطاع المواد الأساسية أكثر القطاعات نشاطا أيضا من حيث عدد الصفقات المنفّذة خلال سنة 2021، حيث بلغت 18.72 مليون صفقة ممثّلة بذلك 20.38% من إجمالي الصفقات المنفذة خلال السنة، ثم يليه قطاع التأمين بـ 8.13 مليون صفقة ما نسبته 8.85%، ثم قطاع إنتاج الأغذية بـ 7.81 مليون صفقة بنسبة 8.50%.

3- نشاط السوق حسب المؤسسات المدرجة فيه:

فيما يلي عرض لنشاط السوق حسب المؤسسات المدرجة فيه، وذلك من حيث عدد الصفقات المنفذة، عدد الأسهم المتداولة، ومن حيث قيمة الأسهم المتداولة.

3-1 من حيث عدد الصفقات المنفذة:

احتل مصرف الراجحي الصدارة من حيث عدد الصفقات المنفّذة خلال سنة 2021، إذ بلغ عددها 1596.63 ألف صفقة، ثم تليه مؤسسة دار الأركان بـ 1568.83 ألف صفقة، ثم مؤسسة متطورة بـ 1554.10 ألف صفقة.

والجدول الموالي يوضح المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا في السوق سنة 2021 من حيث عدد الصفقات المنفذة:

الجدول رقم (3-3): المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات المنفذة سنة 2021

المؤسسة	عدد الصفقات	نسبة المؤسسة من القطاع	نسبة المؤسسة من إجمالي السوق
الراجحي	1,596,627	26.24%	1.74%
دار الأركان	1,568,831	26.13%	1.71%
متطورة	1,554,095	45.17%	1.69%
أرامكو السعودية	1,454,972	33.63%	1.58%
المصافي	1,435,358	33.18%	1.56%

المصدر: (الإصدارات الدورية-(Saudi Stock Exchange (Tadawl، 2022)

3-2 من حيث عدد الأسهم المتداولة:

من حيث عدد الأسهم المتداولة تصدّرت مؤسسة دار الأركان بـ 4.68 مليار سهم، ثم جاء مصرف الإنماء في المرتبة الثانية بـ 2.58 مليار سهم، وجاءت مؤسسة كيان السعودية في المرتبة الثالثة بـ 2.03 مليار سهم.

ويوضح الجدول التالي المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا في السوق من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2021.

الجدول رقم (3-4): المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2021

المؤسسة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة المؤسسة من القطاع	نسبة المؤسسة من إجمالي السوق
دار الأركان	4,683,479,348	49.74%	6.93%
الإنماء	2,579,450,621	36.82%	3.82%
كيان السعودية	2,031,099,287	14.54%	3.01%
إعمار	1,557,908,515	16.55%	2.31%
التصنيع	1,488,344,811	10.65%	2.20%

المصدر: (الإصدارات الدورية-(Saudi Stock Exchange (Tadawl، 2022)

3-3 من حيث قيمة الأسهم المتداولة:

احتل مصرف الراجحي الصدارة أيضا من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه السنة بقيمة 94.09 مليار ريال، يليه مصرف الإنماء بقيمة 51.95 مليار ريال، ثم تأتي مؤسسة سابك في المرتبة الثالثة بقيمة 50.03 مليار ريال.

والجدول أدناه يوضح المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا في السوق من حيث قيمة الأسهم المتداولة سنة 2021.

الجدول رقم (3-5): المؤسسات الخمس الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة

المؤسسة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة المؤسسة من القطاع	نسبة المؤسسة من إجمالي السوق
الراجحي	94,092,653,813	37.13%	4.21%
الإنماء	51,947,046,310	20.50%	2.32%
سابك	50,028,468,239	10.93%	2.24%
المصافي	48,360,484,702	37.09%	2.16%
دار الأركان	45,915,107,721	32.57%	2.05%

المصدر: (الإصدارات الدورية-Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022)

4- الاكتتابات الأولية في السوق المالي السعودي لسنة 2021:

- تم طرح تسع مؤسسات (صناديق) للاكتتاب العام خلال سنة 2021، ليصل بذلك إجمالي عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي 210 شركة في نهاية السنة.
- بلغت متحصلات الاكتتاب 17.18 مليار ريال خلال سنة 2021، حيث تم طرح 235.59 مليون سهم لجميع مؤسسات الاكتتابات الأولية.
- بلغت القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق خلال سنة 2021 في نهاية السنة 117.60 مليار ريال، وهو ما يعادل 1.17% من إجمالي القيمة السوقية (الإصدارات الدورية- Saudi Stock Exchange (Tadawl)، 2022).

وبذلك وصل عدد المستثمرين والمحافظ الاستثمارية في نهاية سنة 2021 إلى:

الجدول رقم (3-6): عدد المستثمرين والمحافظ الاستثمارية في سوق الأسهم نهاية سنة 2021

عدد المستثمرين			عدد المحافظ الاستثمارية	
ذكر	أنثى	مؤسسات	أفراد	مؤسسات
4.345.219	1.516.995	12.192	10.325.419	41.832

المصدر: (الإصدارات الدورية-(Saudi Stock Exchange (Tadawl، 2022)

علما أنّ:

عدد المستثمرين لا يشمل حاملي الشهادات غير المودعة.

عدد المحافظ الاستثمارية لا يشمل المحافظ المغلقة.

المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة القياسية

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب أساسية، حيث سيتم في المطلب الأول التعريف بمجتمع الدراسة، حدودها، وعينتها. وفي المطلب الثاني سيتم توضيح منهجية الدراسة. أمّا في المطلب الثالث فسنقوم بإجراء التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: مجتمع الدراسة، حدودها، وعيّنتها

سنقوم في هذا المطلب بالتعريف بمجتمع الدراسة، وإبراز حدودها الزمانية والمكانية، ثم تحديد عينة الدراسة.

1- مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي "تداول" سنة 2021، والتي بلغت 210 مؤسسة. موزعة على قطاعات مختلفة من القطاعات المكوّنة للسوق.

2- حدود الدراسة:

للدراسة حدود زمانية وحدود مكانية:

2-1 الحدود الزمانية للدراسة:

تمثلت الحدود الزمانية للدراسة في سنة 2021، حيث تم جمع البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة الخاصة بهذه السنة، وقد كانت آخر دورة حين قمنا بجمع البيانات.

2-2 الحدود المكانية للدراسة:

أمّا الحدود المكانية للدراسة فتمثلت في السوق المالي السعودي "تداول"، حيث تم جمع البيانات من المواقع الالكترونية للسوق.

3- عينة الدراسة:

شملت عينة الدراسة 116 مؤسسة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي "تداول" سنة 2021، من مختلف القطاعات باستثناء قطاع البنوك، التأمين، والصناديق العقارية المتداولة، نظرا لاختلاف خصائص مؤسسات هذه القطاعات عن مؤسسات القطاعات الأخرى فيما يتعلق بتركيبة هياكلها المالية. كما تم استبعاد المؤسسات التي تكبّدت خسائر في هذه السنة. وسيتم توضيح عينة الدراسة حسب القطاعات المكوّنة للسوق المالي.

والجدول التالي يوضح عينة الدراسة حسب قطاعي الطاقة والنقل:

الجدول رقم (3-7): عينة الدراسة حسب قطاعي الطاقة والنقل

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
	قطاع الطاقة	
4030	الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري	البحري
4200	شركة الدريس للخدمات البترولية والنقليات	الدريس
2222	شركة الزيت العربية السعودية	أرامكو السعودية
2030	شركة المصافي العربية السعودية	المصافي
2380	شركة رابغ للتكرير والبتروكيماويات	بترو رابغ
	قطاع النقل	
2190	الشركة السعودية للخدمات الصناعية	سيسكو
4261	شركة ذيب لتأجير السيارات	ذيب
4260	الشركة المتحدة الدولية للمواصلات	بدجت السعودية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

ويوضح الجدول الموالي عينة الدراسة حسب قطاع المواد الأساسية:

الجدول رقم (3-8): عينة الدراسة حسب قطاع المواد الأساسية

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
1320	الشركة السعودية لأنابيب الصلب	أنابيب السعودية
2300	الشركة السعودية لصناعة الورق	صناعة الورق
2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	سابك
2090	شركة الجبس الأهلية	جبسكو
3008	شركة الكثيري القابضة	الكثيري
1201	شركة تكوين المتطورة للصناعات	تكوين
2020	شركة سابك للمغذيات الزراعية	سابك للمغذيات الزراعية
2150	شركة الصناعات الزجاجية الوطنية	زجاج
2210	شركة نماء للكيماويات	نماء للكيماويات
1211	شركة التعدين العربية السعودية	معادن

2290	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	ينساب
3007	شركة زهرة الواحة للتجارة	الواحة
1210	شركة الصناعات الكيميائية الأساسية	بي سي آي
1301	شركة اتحاد مصانع الأسلاك	أسلاك
2330	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	المتقدمة
1202	شركة الشرق الأوسط لصناعة وإنتاج الورق	مبكو
2001	شركة كيميائيات الميثانول	كيمانول
2060	شركة التصنيع الوطنية	التصنيع
3005	شركة اسمنت أم القرى	أم القرى
2170	شركة اللجين القابضة	اللجين
2002	الشركة الوطنية للبتروكيماويات	بيتروكيم
2350	شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	كيان السعودية
2310	شركة الصحراء العالمية للبتروكيماويات	سبكيم العالمية
1304	شركة اليمامة للصناعات الحديدية	اليمامة للحديد
2250	المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	المجموعة السعودية
3090	شركة اسمنت تبوك	اسمنت تبوك
3060	شركة اسمنت ينبع	اسمنت ينبع
3030	شركة اسمنت السعودية	اسمنت السعودية
3004	شركة اسمنت المنطقة الشمالية	اسمنت الشمالية
3050	شركة اسمنت المنطقة الجنوبية	اسمنت الجنوب
3010	شركة اسمنت العربية	اسمنت العربية
3001	شركة اسمنت حائل	اسمنت حائل
3020	شركة اسمنت اليمامة	اسمنت اليمامة
3040	شركة اسمنت القصيم	اسمنت القصيم
3080	شركة اسمنت المنطقة الشرقية	اسمنت الشرقية
3003	شركة اسمنت المدينة	اسمنت المدينة
3002	شركة اسمنت نجران	اسمنت نجران

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

أمّا الجدول أدناه فيوضح عينة الدراسة حسب قطاع السلع الرأسمالية وقطاع السلع طويلة الأجل:

الجدول رقم (3–9): عينة الدراسة حسب قطاعي السلع الرأسمالية والسلع طويلة الأجل

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
قطاع السلع الرأسمالية		
4141	شركة العمران للصناعة والتجارة	العمران
1303	شركة الصناعات الكهربائية	صناعات كهربائية
2040	شركة الخزف السعودي	الخزف السعودي
2320	شركة البابطين للطاقة والاتصالات	البابطين
1212	مجموعة استرا الصناعية	استرا الصناعية
1302	شركة بوان	بوان
قطاع السلع طويلة الأجل		
4011	شركة لازوردي للمجوهرات	لازوردي
4012	شركة ثوب الأصيل	الأصيل
4180	مجموعة فتيحي القابضة	مجموعة فتيحي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

ويبيّن الجدول أسفله عينة الدراسة حسب قطاع الخدمات التجارية والمهنية وقطاع الخدمات الاستهلاكية:

الجدول رقم(3−10):عينة الدراسة حسب قطاعي الخدمات التجارية والمهنية والخدمات الاستهلاكية

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
قطاع الخدمات التجارية والمهنية		
6004	شركة الخطوط السعودية للتموين	التموين
1832	شركة صدر للخدمات اللوجستية	صدر
1831	شركة مهارة للموارد البشرية	مهارة
قطاع الخدمات الاستهلاكية		
6013	شركة الأعمال التطويرية الغذائية	التطويرية الغذائية
4291	الشركة الوطنية للتربية والتعليم	الوطنية للتعليم
4292	شركة عطاء التعليمية	عطاء
1830	شركة لجام للرياضة	وقت اللياقة
6002	شركة هرفي للخدمات الغذائية	هرفي للأغذية
4290	شركة الخليج للتدريب والتعليم	الخليج للتدريب

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

أمّا الجدول الآتي فيبيّن عينة الدراسة حسب قطاع تجزئة السلع الكمالية، قطاع تجزئة الأغذية، وقطاع إنتاج الأغذية:

الجدول رقم (3-11): عينة الدراسة حسب قطاعات تجزئة السلع الكمالية، تجزئة الأغذية، وإنتاج الأغذية

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
قطاع تجزئة السلع الكمالية		
4240	شركة فواز عبد العزيز الحكير وشركاؤه	الحكير
4051	شركة باعظيم التجارية	باعظيم
1214	شركة الحسن غازي إبراهيم شاكر	شاكر
4050	الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	ساسكو
4190	شركة جرير للتسويق	جرير
4003	الشركة المتحدة للإلكترونيات	إكسترا
4191	شركة عبد الله سعد محمد أبو معطي للمكتبات	أبو معطي
قطاع تجزئة الأغذية		
4061	مجموعة أنعام الدولية القابضة	انعام القابضة
4006	الشركة السعودية للتسويق	أسواق المزرعة
4161	شركة بن داود القابضة	بن داود
4001	شركة أسواق عبد الله العثيم	أسواق العثيم
4162	شركة المنجم للأغذية	المنجم
قطاع إنتاج الأغذية		
2280	شركة المراعي	المراعي
6070	شركة الجوف الزراعية	الجوف
6090	شركة جازان للطاقة والتنمية	جازادكو
6001	شركة حلواني إخوان	حلواني إخوان
2281	شركة التنمية الغذائية	تنمية
2050	مجموعة صافولا	صافولا
6020	شركة القصيم القابضة للاستثمار	جاكو
2270	الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية	سدافكو

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

والجدول الموالي يبيّن عينة الدراسة حسب قطاع الرعاية الصحية وقطاع الأدوية:

الجدول رقم (3−12): عينة الدراسة حسب قطاع الرعاية الصحية وقطاع الأدوية

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
	قطاع الرعاية الصحية	
2140	شركة أيان للاستثمار	أيان
2230	الشركة الكيميائية السعودية القابضة	الكيميائية
4009	شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية	السعودي الألماني
4007	شركة الحمادي للتنمية والاستثمار	الحمادي
4013	مجموعة الدكتور سليمان الحبيب للخدمات الطبية	سليمان الحبيب
4004	شركة دله للخدمات الصحية	دله الصحية
4005	الشركة الوطنية للرعاية الطبية	رعاية
4002	شركة المواساة للخدمات الطبية	المواساة
	قطاع الأدوية	
2070	الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	الدوائية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

أمّا الجدول التالي فيوضح عينة الدراسة حسب قطاع الاستثمار والتمويل وقطاع إدارة وتطوير العقارات:

الجدول رقم (3-13): عينة الدراسة حسب قطاع الاستثمار والتمويل وقطاع إدارة وتطوير العقارات

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
قطاع الاستثمار والتمويل		
4280	شركة المملكة القابضة	المملكة
2120	الشركة السعودية للصناعات المتطورة	متطورة
1111	مجموعة تداول السعودية القابضة	مجموعة تداول
4081	شركة نايفات للتمويل	النايفات
قطاع إدارة وتطوير العقارات		
4100	شركة مكة للإنشاء والتعمير	مكة
4020	الشركة العقارية السعودية	العقارية
4320	شركة الأندلس العقارية	الاندلس
4322	شركة رتال للتطوير العمراني	رتال
4321	شركة المراكز العربية	المراكز
4150	شركة الرياض للتعمير	التعمير
4300	شركة دار الأركان للتطوير العقاري	دار الأركان
4250	شركة جبل عمر للتطوير	جبل عمر

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

كما يوضّح الجدول أدناه عينة الدراسة حسب قطاعات الاتصالات، الإعلام والترفيه، والتطبيقات وخدمات التقنية:

الجدول رقم (3-14): عينة الدراسة حسب قطاعات الاتصالات، الإعلام والترفيه، والتطبيقات وخدمات التقنية

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
قطاع الاتصالات		
7030	شركة الاتصالات المتنقلة السعودية	زين السعودية
7020	شركة اتحاد اتصالات	اتحاد اتصالات
7010	شركة الاتصالات السعودية	آس تي سي
قطاع الإعلام والترفيه		
4210	المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق	الأبحاث والتسويق
4071	الشركة العربية للتعهدات الفنية	العربية
قطاع التطبيقات وخدمات التقنية		
7201	شركة بحر العرب لأنظمة المعلومات	بحر العرب
7200	شركة المعمر لأنظمة المعلومات	ام أي اس
7202	الشركة العربية لخدمات الانترنيت والاتصالات	سلوشنز

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

أمّا الجدول أسفله فيبيّن عينة الدراسة حسب قطاع المرافق العامة:

الجدول رقم (3-15): عينة الدراسة حسب قطاع المرافق العامة

رمز المؤسسة	اسم المؤسسة	اسم التداول
2082	شركة أعمال المياه والطاقة الدولية	اكواباور
2081	الخريف لتنقية المياه والطاقة	الخريف
2080	شركة الغاز والتصنيع الأهلية	الغاز
5110	الشركة السعودية للكهرباء	كهرباء السعودية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مباشر السعودية، 2023)

بعد تحديد عينة الدراسة قمنا بتصنيف المؤسسات المكوّنة لهذه العينة حسب فرص نموها من الأكبر إلى الأصغر، حيث تم أخذ نسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم (Price/ Earning Ratio)، والتي تعرف بمضاعف الربحية كمقياس لفرص النمو، لذلك تم استبعاد جميع المؤسسات التي لم تحقّق أرباحا خلال هذه السنة، لأنّه لا يوجد مضاعف ربحية سالب.

بعد تصنيف المؤسسات لاحظنا أنّ مؤسستي **مكة** و**أنابيب السعودية** لديهما أكبر قيمتين لمضاعف الربحية وهما (2930.92 و 1379.49) على التوالي، وهاتين القيمتين تعتبران متطرفتين بالنسبة لبقية القيم، ممّا جعلنا نقارن بين بقية المتغيرات إذ وجدنا أنّ العائد على السهم (EPS) و معدل العائد على حقوق الملكية(ROE) يكاد يؤول إلى الصفر بالنسبة للمؤسستين، كما أنّ مؤسسة **أنابيب السعودية** لديها خسائر متراكمة، ممّا جعلنا نرجع سبب ارتفاع مضاعف الربحية إلى انخفاض العائد وليس إلى ارتفاع فرص النمو، وأنّ أسعار أسهم هاتين المؤسستين قد تعرف هبوطا حادا في المستقبل، وهذا ما جعلنا نستبعد هاتين المؤسستين أيضا. أمّا مؤسسة **بحر العرب** التي بلغ مضاعف ربحيّتها 835.92، فهي تنتمي لقطاع التطبيقات وخدمات التقنية، والمعروف أنّ المؤسسات التي تنتمي لهذا القطاع تكون لديها فرص نمو مرتفعة، كما أن الأسعار السوقية لأسهمها تكون جد عالية، لذلك اعتبرنا أنّها المؤسسة التي لديها أكبر فرص نمو.

ثم قمنا بتقسيم العينة إلى ثلاث عيّنات فرعية: تتكون العينة الأولى من 40 مؤسسة ذات مضاعفات الربحية الأكثر ارتفاعا، وسميت بعينة فرص النمو المرتفعة، والعينة الثانية تتكون من 40 مؤسسة ذات مضاعفات الربحية الأكثر انخفاضا، وسميت بعينة فرص النمو المنخفضة، أمّا العينة الوسطى فقد قمنا باستبعادها، وبذلك نكون قد استبعدنا 36 مؤسسة، وهذا من أجل توضيح الاختلاف في فرص النمو. ولقد اتبعنا في ذلك المنهجية المستخدمة من طرف (McConnell & Servaes, 1995).

والجدول أدناه يوضح عينة الدراسة في ظل ارتفاع فرص النمو:

الجدول رقم (3-16): عينة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة

	المؤسسة	القطاع	فرص النمو (PER)
1	بحر العرب	التطبيقات وخدمات التقنية	835.92
2	التطوير الغذائية	الخدمات الاستهلاكية	799.25
3	جاكو	إنتاج الأغذية	651.19
4	التموين	الخدمات التجارية والمهنية	454.65
5	صدر	الخدمات التجارية والمهنية	409.88
6	الجوف	انتاج الأغذية	297.76
7	انعام القابضة	تجزئة الأغذية	203.76
8	المصافي	الطاقة	135.95
9	أكواباور	المرافق العامة	135.13
10	أيان	الرعاية الصحية	126.15
11	دار الأركان	إدارة وتطوير العقارات	122.59
12	الدوائية	الأدوية	120.03
13	العمران	السلع الرأسمالية	111.56
14	الحكير	تجزئة السلع الكمالية	85.92
15	أسواق المزرعة	تجزئة الأغذية	79.40
16	المملكة	الاستثمار والتمويل	72.71
17	جازادكو	إنتاج الأغذية	72.05
18	البحري	الطاقة	71.78
19	أبو معطي	تجزئة السلع الكمالية	70.14
20	الوطنية للتعليم	الخدمات الاستهلاكية	67.74
21	عطاء	الخدمات الاستهلاكية	62.48
22	العقارية	إدارة وتطوير العقارات	60.51
23	زين السعودية	الاتصالات	60.32
24	الكيميائية	الرعاية الصحية	54.06
25	لازوردي	السلع طويلة الأجل	53.53
26	آم آي آس	التطبيقات وخدمات التقنية	52.53
27	اسمنت تبوك	المواد أساسية	52.24

28	الخليج للتدرب	الخدمات الاستهلاكية	51.36
29	الكثيري	المواد الأساسية	47.80
30	وقت اللياقة	الخدمات استهلاكية	47.74
31	جبسكو	المواد أساسية	46.18
32	باعظيم	تجزئة السلع الكمالية	46.06
33	السعودي الألماني	الرعاية الصحية	45.43
34	شاكر	تجزئة السلع الكمالية	44.21
35	الحمادي	الرعاية الصحية	44.11
36	سليمان الحبيب	الرعاية الصحية	43.09
37	ساسكو	تجزئة السلع الكمالية	40.39
38	بن داود	تجزئة الأغذية	38.46
39	حلواني اخوان	إنتاج الأغذية	37.73
40	تنمية	إنتاج الأغذية	36.90

المصدر: من إعداد الباحثة

أمّا الجدول الموالي فيوضح عينة الدراسة في ظل انخفاض فرص النمو:

الجدول رقم (3-17): عينة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة

	المؤسسة	القطاع	فرص النمو (PER)
1	مهارة	الخدمات التجارية والمهنية	22.23
2	الواحة	المواد الأساسية	22.12
3	إكسترا	تجزئة السلع الكمالية	21.82
4	إسمنت السعودية	المواد الأساسية	21.58
5	بي سي آي	المواد الأساسية	21.06
6	أرامكو	الطاقة	20.85
7	إسمنت الشمالية	المواد الأساسية	20.75
8	الخزف السعودي	السلع الرأسمالية	20.55
9	آس تي سي	الاتصالات	19.91
10	إسمنت الجنوب	المواد الأساسية	19.87
11	إسمنت العربية	المواد الأساسية	19.74
12	أسلاك	المواد الأساسية	18.95

13	البابطين	السلع الرأسمالية	18.66
14	إسمنت حائل	المواد الأساسية	18.61
15	إسمنت اليمامة	المواد الأساسية	18.39
16	المتقدمة	المواد الأساسية	18.27
17	إسمنت القصيم	المواد الأساسية	18.19
18	إسمنت الشرقية	المواد الأساسية	17.26
19	سابك	المواد الأساسية	17.11
20	الغاز	المرافق العامة	17.09
21	أسترا الصناعية	السلع الرأسمالية	16.89
22	مبكو	المواد الأساسية	16.76
23	كيمانول	المواد الأساسية	16.14
24	التصنيع	المواد الأساسية	15.51
25	ام القرى	المواد الأساسية	14.69
26	إسمنت المدينة	المواد الأساسية	14.58
27	إسمنت نجران	المواد الأساسية	14.39
28	اللجين	المواد الأساسية	14.17
29	بيتروكيم	المواد الأساسية	13.62
30	بوان	السلع الراسمالية	13.51
31	بدجت السعودية	النقل	13.48
32	النايفات	الاستثمار والتمويل	13.41
33	كيان	المواد الأساسية	12.16
34	سبكيم	المواد الأساسية	11.90
35	اليمامة للحديد	المواد الأساسية	11.42
36	المجموعة السعودية	المواد الأساسية	11.22
37	التعمير	إدارة وتطوير العقارات	11.06
38	بيترورابغ	الطاقة	11.00
39	مجموعة فتيحي	السلع طويلة الأجل	6.78
40	كهرباء السعودية	المرافق العامة	5.25

المصدر: من إعداد الباحثة

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح منهجية الدراسة، من خلال التطرق لمصادر جمع البيانات، ثم تحديد متغيرات الدراسة، وأخيرا بناء نموذج الدراسة.

1- مصادر جمع البيانات:

تم جمع البيانات من القوائم المالية المتمثلة في الميزانية، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية للمؤسسات محل الدراسة من موقع أرقام (Argaam) https://www.argaam.com : وهي منصة مالية سعودية مختصة في نشر البيانات والأخبار المالية والاستثمارية، وتقديم التحليلات السوقية والمقابلات والتغطيات لأسواق المنطقة (السعودية، الإمارات، الكويت، قطر، مسقط، والبحرين)، والتي تعتبر مصدرا أساسيا لوسائل الإعلام في مجال التحليلات الاقتصادية والمالية. بالإضافة إلى التقارير السنوية الإحصائية والإصدارات الدورية من موقع تداول السعودية
https://cdn.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/newsandreports/reports-publications/annual-reports?locale=ar.

2- متغيرات الدراسة:

كما رأينا في الجزء النظري من الدراسة فإنّ موضوعنا يتميز بالاتساع، فالحديث عن تكلفة التمويل يتطلب منّا الحديث عن قرارات التمويل أي القرارات المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة، ذلك لاعتبار تكلفة التمويل معيارا للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، كما أنّ الحديث عن فرص النمو يعني الحديث عن الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، والتي تعد تكلفة التمويل الأساس في حسابها والمعيار الذي يتم على أساسه قبول أو رفض الفرص الاستثمارية المتاحة، كذلك الحديث عن فرص النمو يستلزم البحث عن مصادر تمويلها، ممّا يضطر المؤسسة إلى احتجاز جزء من أرباحها أو كلّها لتمويل هذه الفرص.

ومن هنا نجد أنّ جميع القرارات المالية للمؤسسة (قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، قرارات توزيع الأرباح) تتداخل مع بعضها البعض لتؤثر في الأخير على قيمة المؤسسة وعلى خلق قيمة للمساهمين فيها.

لذلك حاولنا إسقاط الجانب النظري على الواقع العملي وبناء نموذج يشمل جميع المتغيرات التي قد تؤثر في قيمة المؤسسة إلى جانب تكلفة التمويل وذلك في ظل اختلاف فرص النمو، وقد اخترنا المتغيرات التالية لبناء النموذج:

2−1 المتغير التابع Dependent variable:

يتمثل في قيمة المؤسسة **(V_E)** ولقد اخترنا نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية **(MBVE)** كمؤشر لقياس قيمة المؤسسة، وهي من المعايير الحديثة في التقييم التي ترتكز على مفهوم خلق القيمة.

كما أنّ هذه النسبة تستخدم على نطاق واسع في اتخاذ قرارات الاستثمار، فضلا عن ذلك لها العديد من المزايا كون القيمة الدفترية مستقرة وهي مقياس بسيط يمكن مقارنته بالقيمة السوقية، كما يمكن مقارنة MBVE بين المؤسسات المماثلة لمعرفة ما إذا كان سعر السهم مرتفع أو منخفض، بالإضافة إلى أنّها يمكن أن توفر نظرة عامة عن تحركات الأسعار المحتملة، وبذلك فهي تؤثر بشكل غير مباشر على أسعار الأسهم (Luckyardi, Agustini, Nugraha, & Sari, 2021, p. 8).

وقد تم حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_E = \frac{MVE}{BVE} = \text{Times}$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية؛

Times: مرة.

2−2 المتغيرات المستقلة Independent variables:

- **تكلفة التمويل بحقوق الملكية (Ke):**

تم حسابها بطريقة الأرباح المعدّلة بسعر السهم لأنّ هذه الطريقة تقيس تكلفة الأرباح المحتجزة والأسهم العادية معا، كما أنّها تعتمد على بيانات فعلية لا تحتاج إلى توقعات على عكس الطرق الأخرى، حيث أنّ أغلب المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح، كما أنّه من الصعب التنبؤ بمعدل نمو توزيعات الأرباح خاصة أنّ فترة الدراسة تمت خلال سنة واحدة.

وقد تم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$Ke = \frac{EPS}{NP}$$

$$NP = P_0 - (F + D)$$

حيث:

EPS: الأرباح الحالية للسهم الواحد؛

NP: القيمة الصافية للسهم؛

P_0: **سعر** بيع السهم؛

F: تكلفة الإصدار؛

D: تكلفة الخصم.

- **تكلفة التمويل بالدين (Kd):**

بما أنّ المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي تخضع لنظام مالي إسلامي فإنّ قوائمها المالية تتضمن بند الزكاة والتي يكون لها نفس تأثير الضريبة، فتكلفة الديون تعتبر مصروفا يخصم قبل حساب الزكاة والضريبة، وبالتالي فإنّ المؤسسة تستفيد من وفر زكوي كما تستفيد من الوفر الضريبي تماما.

وقد قمنا بحساب تكلفة الديون كما يلي:

$$K_d = K'_d \cdot (1-Z) \cdot (1-T)$$

$$K'_d = \frac{FC}{D}$$

علما أنّ:

K_d: تكلفة الديون بعد الزكاة والضريبة ؛

K'_d: تكلفة الديون قبل الزكاة والضريبة؛

Z: نسبة الزكاة= 2.5%؛

T: معدل الضريبة؛

FC: مصاريف مالية؛

D: إجمالي الديون.

معدل الضريبة يساوي 20% باستثناء المؤسسات التي تعمل في إنتاج الزيت والمواد الهيدروكربونية حيث يتراوح معدل الضريبة على الدخل ما بين (50% و 85%)، وذلك وفق ما جاء في النظام الضريبي رقم (م/1) الصادر بتاريخ 2004/07/30 والذي تم تعديله بتاريخ 2018/03/28. والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-18): معدل الضريبة على الدخل للمؤسسات المنتجة للزيت والمواد الهيدروكربونية

مبلغ الاستثمارات الرأسمالية للمؤسسة في المملكة	معدل الضريبة على الدخل
أكبر من 375 مليار ريال	**%50**
أكبر من 300 مليار ريال إلى 375 مليار ريال	**%65**
أكبر من 225 مليار ريال إلى 300 مليار ريال	**%75**
أقل أو يساوي 225 مليار ريال	**%85**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (الدليل إلى نظام ضريبة الدخل، صفحة 384)

- **التكلفة الوسطية المرجحة (K):**

تم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$K = Ke * ER + Kd * DR$$

حيث:

ER: الوزن النسبي (الترجيحي) لحقوق الملكية؛

DR: الوزن النسبي (الترجيحي) للديون.

- **نسبة الاستدانة DR:**

تقيس نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، أي أنها تقيس مدى استخدام المؤسسة للرافعة المالية، (Nirbaya & Prasetyo, 2020, p. 730)، وقد تم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\mathbf{DR} = \frac{\sum \boldsymbol{D}}{\sum \boldsymbol{A}}$$

حيث:

$\boldsymbol{D}\sum$: إجمالي الديون؛

$\boldsymbol{A}\sum$: إجمالي الأصول.

- **معدل تغطية الفوائد (ICR):**

يقيس قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها المالية (فوائد الديون) من خلال الأرباح المحقّقة خلال السنة، ويحسب كما يلي:

$$\mathbf{ICR} = \frac{\boldsymbol{EBIT}}{\boldsymbol{FC}}$$

حيث:

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب؛

FC: المصاريف المالية.

- **نسبة الديون إلى حقوق الملكية DER (الرافعة المالية):**

تستخدم لقياس التوازن بين الخصوم التي تحتفظ بها المؤسسة ورأسمالها. ويمكن أن تعني أيضا قدرة المؤسسة على الوفاء بسداد التزامات الديون مع ضمان رأس المال الخاص بها (Mustafa, Mas'ud, Junaid, Nur, & Nasir, 2020, p. 12). وتكون هذه النسبة جيدة إذا كانت أقل من 100% ممّا يعني أنّ حصة رأس المال الخاص أكبر من حصة الديون (Sherlita & Ramadhian, 2021, p. 1023).

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\textbf{DER} = \frac{\sum D}{\sum E}$$

حيث:

$\sum D$: إجمالي الديون؛

$\sum E$: إجمالي حقوق الملكية.

- **هيكل الأصول (STRA):**

تقيس نسبة الأصول الرأسمالية إلى إجمالي الأصول، وقد تم حسابها بالعلاقة التالية:

$$\textbf{STRA} = \frac{CA}{\sum A}$$

حيث:

CA: الأصول الرأسمالية؛

$\sum A$: إجمالي الأصول.

- **نسبة الأرباح المحتجزة (RER):**

تقيس مدى اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة في تمويل أصولها، وقمنا بحسابها وفق المعادلة التالية:

$$\textbf{RER} = \frac{RE}{\sum A}$$

حيث:

RE: الأرباح المحتجزة؛

$\sum A$: إجمالي الأصول.

- **العائد على حقوق الملكية (ROE):**

يقيس ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل المساهمين في المؤسسة (Lubis & Adriani, 2021, p. 141)، وقد تم حسابه بالعلاقة التالية:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Equity}$$

حيث:

Net Income: صافي الدخل؛

Equity: حقوق الملكية.

- **العائد على الأصول (ROA) :**

يقيس مقدار العائد الذي تحصل عليه المؤسسة من كل دينار مستثمر في الأصول التي تمتلكها خلال الفترة المالية، ويعرف أيضا بالعائد على الاستثمار، وتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$ROA= \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

حيث:

Total Assets: إجمالي الأصول.

- **عائد السهم (EPS):**

يقيس نصيب السهم الواحد من الأرباح المحقّقة خلال السنة، وتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$EPS = \frac{Net\ Income}{Shares\ outstanding}$$

حيث:

EPS: العائد على السهم الواحد؛

Shares outstanding: عدد الأسهم القائمة.

- **توزيعات الأرباح للسهم (DPS):**

تقيس نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة خلال السنة، وتم حسابها كما يلي:

$$\text{DPS} = \frac{\textit{Dividend}}{\textit{Shares outstanding}}$$

حيث:

DPS: توزيعات الأرباح للسهم الواحد؛

Dividend: الأرباح الموزعة خلال السنة.

- **حجم المؤسسة (SIZE):**

تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول.

$$\textbf{SIZE = Log (Assets)}$$

2-3 المتغير الضابط Control variable:

يتمثل في فرص النمو والتي قمنا بالتعبير عنها بنسبة السعر للعائد (**PER**)، وقد تم استخدامه لضبط عينة الدراسة، أي للتمييز بين المؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة والمؤسسات التي لديها فرص نمو منخفضة.

تقيس هذه النسبة العلاقة بين ربحية السهم وسعره في السوق المالي، وتستخدم كمؤشر مهم في الأسواق المالية لتقييم الأرباح المتوقعة للمؤسسة. وهي تقيس درجة ثقة المستثمرين بأداء المؤسسة، فارتفاع هذه النسبة يشير إلى أنّ المستثمرين يثقون بنمو الأرباح في المستقبل، لأنّ المستثمر يدفع أكثر للدينار الحالي من الأرباح عندما يتوقع ارتفاع الأرباح بشكل جوهري في المستقبل، أمّا انخفاضها فيعني أنّ هذا السهم من المتوقع أن تتدهور أرباحه في المستقبل، وبهذا فإنّ هذه النسبة تعكس حالة التفاؤل أو التشاؤم في سلوك المستثمر بشأن ظروف السوق، كما تعكس فرص نمو المؤسسة (أحمد و احمد، 2016).

وتم قياسها بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{PER}= \frac{P}{EPS} = \mathbf{Times}$$

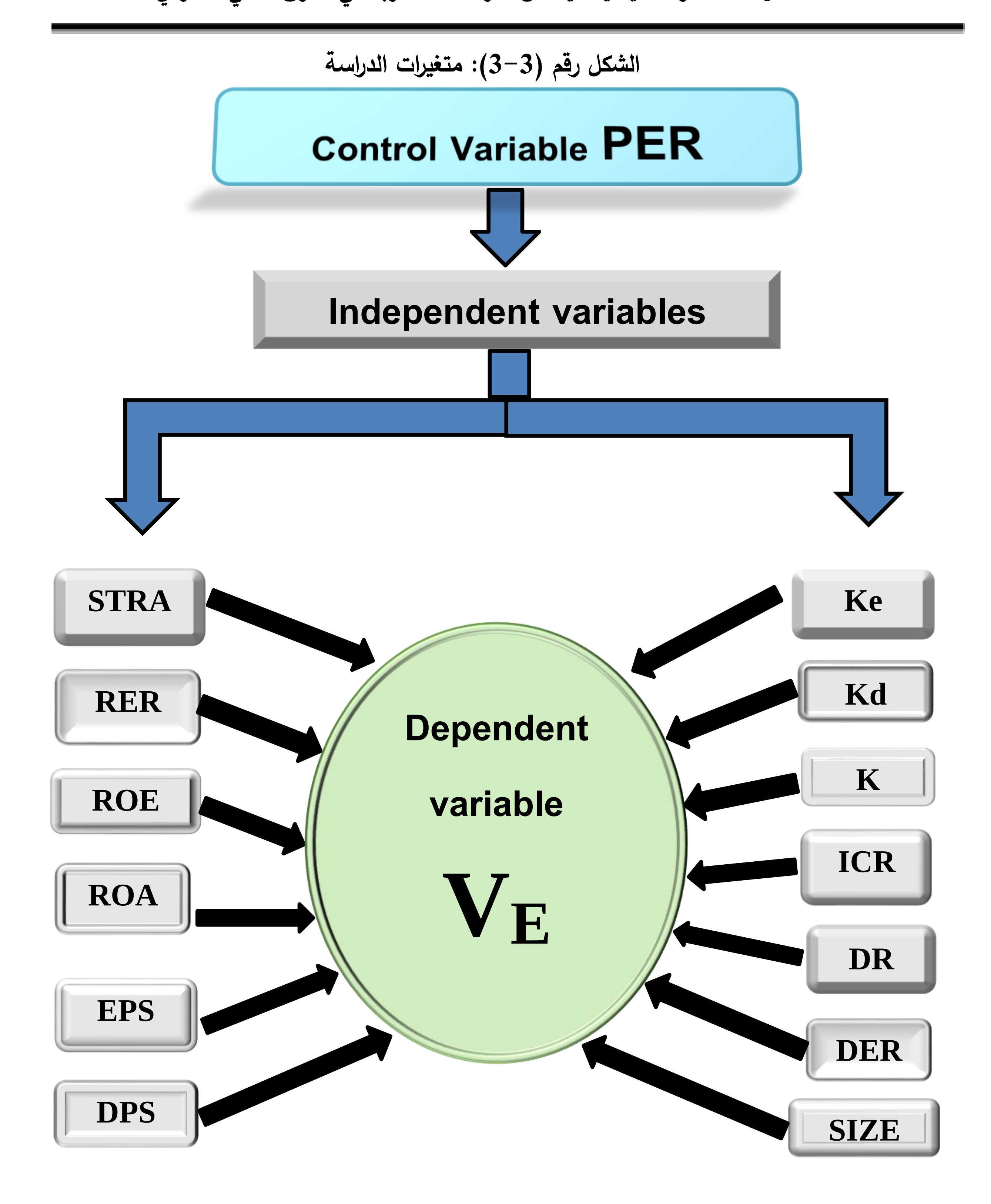
حيث:

P: السعر السوقي للسهم؛

EPS: العائد على السهم.

ويمكن تمثيل متغيرات الدراسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة

3- نموذج الدراسة:

اعتمادا على المتغيرات السابقة تم بناء نموذج الدراسة بالشكل التالي:

$$V_E = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{Ke} + \beta_2 \mathbf{Kd} + \beta_3 \mathbf{K} + \beta_4 \mathbf{ICR} + \beta_5 \mathbf{DR} + \beta_6 \mathbf{DER} + \beta_7 \mathbf{STRA} + \beta_8 \mathbf{RER} + \beta_9 \mathbf{ROE} + \beta_{10} \mathbf{ROA} + \beta_{11} \mathbf{EPS} + \beta_{12} \mathbf{DPS} + \beta_{13} \mathbf{SIZE} + u_i$$

حيث:

β_0: الحد الثابت؛

β_i: المعاملات التفسيرية للمتغيرات؛

u_i: حد الخطأ العشوائي.

وهو عبارة عن انحدار خطي متعدد Multiple Linear Regression، أي أنّ المتغير التابع هو دالة خطية لأكثر من متغير تفسيري (مستقل) واحد (السواعي، 2012، صفحة 71).

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

من أجل إعطاء نظرة أولية عن بيانات الدراسة سنقوم بعرض أهم خصائصها الإحصائية في الجداول الموالية. والتي تقدم ملخصا للإحصائيات الوصفية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة المستخدمة، وتوضح بشكل أساسي المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، وأعلى وأدنى قيمة للمتغيرات.

1- التحليل الإحصائي الوصفي للعينة الكلية:

يمثل الجدول الموالي التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للعينة الكلية والمتكونة من 114 مؤسسة، ويقدم لمحة عامة عن خصائص البيانات.

الجدول رقم (3-19): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للعينة الكلية

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
PER	61.70308	27.75000	835.9200	5.250000	124.1381
V_E	4.482991	2.810000	48.94000	0.390000	5.536012
Ke	0.045187	0.038100	0.439100	0.002000	0.049751
Kd	0.016397	0.014700	0.050500	0.000200	0.010441
K	0.034309	0.026100	0.291800	0.003100	0.032177
ICR	93.41645	7.740000	5362.160	0.130000	527.4002
DR	0.448043	0.461600	0.941000	0.007000	0.218483
DER	1.302581	0.857300	15.94910	0.007000	1.810118
STRA	0.611855	0.678000	0.959500	0.052700	0.229623
RER	0.116560	0.089900	0.473700	-0.178200	0.097129
ROE	0.129936	0.116900	0.580400	0.004600	0.113272
ROA	0.070250	0.059200	0.315400	0.002900	0.058856
EPS	2.194112	1.880000	8.480000	0.080000	1.779722
DPS	1.229439	0.800000	7.500000	0.000000	1.378006
SIZE	9.573178	9.390000	12.73000	7.990000	0.799130

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة السعر للعائد (فرص النمو) 61.70 مرة، وكانت أعلى قيمة 835.92 مرة، أمّا أدنى قيمة فكانت5.25. وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 124.14، ممّا يعني أنّ هناك اختلافا كبيرا في فرص النمو بين المؤسسات محل الدراسة.
- بلغ المتوسط الحسابي لقيمة المؤسسة 4.48 مرة، حيث قدّرت أعلى قيمة بـ 48.94 مرة، أمّا أدنى قيمة فقدّرت بـ 0.39 مرة، وذلك بانحراف معياري 5.54، وهذا يعني أنّ هناك تباينا كبيرا في قيمة المؤسسة بين المؤسسات محل الدراسة.

- قدّر المتوسط الحسابي لتكلفة حقوق الملكية بـ 4.52%، حيث كانت أعلى تكلفة 43.91%، بينما أدنى تكلفة فكانت 0.2%، وذلك بانحراف معياري قدر بـ 5% ممّا يعني وجود اختلاف كبير في تكلفة التمويل بحقوق الملكية بين المؤسسات محل الدراسة.
- قدّر المتوسط الحسابي لتكلفة الديون بـ 1.64%، وقدّرت أعلى تكلفة بـ5.05%، بينما قدّرت أدنى تكلفة بـ 0.02%، وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 1.04% ما يعني عدم وجود اختلاف كبير في تكلفة الديون بين المؤسسات محل الدراسة.
- المتوسط الحسابي للتكلفة الوسطية المرجحة بلغ 3.43%، قدّرت أعلى تكلفة بـ 29.18%، أمّا أدنى تكلفة فقدرت بـ 0.31%، وذلك بانحراف معياري 3.22% ممّا يعني وجود اختلاف في التكلفة الوسطية المرجحة بين مؤسسات العينة.
- المتوسط الحسابي لمعدل تغطية الفوائد قدر بـ 93.42 مرة، وكانت أعلى قيمة له 5362.16 مرة، بينما كانت أدنى قيمة 0.13 مرة، وذلك بانحراف معياري 527.40. وهذا يعني أنّ هناك تباينا كبيرا جدا في هذا المعدل بين المؤسسات محل الدراسة.
- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الديون 44.80%، ووصلت أعلى نسبة للديون 94.10%، بينما كانت أدنى نسبة 0.7%، بانحراف معياري 21.85%. وهذا يعني وجود اختلاف بين مؤسسات العينة في اعتمادها على الديون في هيكلها المالي.
- قدّر المتوسط الحسابي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية بـ 1.30مرة، وهذا يعني أنّ أغلب المؤسسات تعتمد على الديون بنسبة أكبر من حقوق الملكية، وقد قدّرت أعلى نسبة بـ 15.95مرة، ممّا يعني أنّ ديون هذه المؤسسة تفوق حقوق ملكيتها بـ 15.95 مرة، أمّا أدنى نسبة فكانت 0.007 مرة، وهذا يعني أنّ ديون هذه المؤسسة لا تتجاوز 0.7 % من حقوق ملكيتها، وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 1.81، ما يعني وجود اختلاف كبير بين المؤسسات محل الدراسة في استخدام الرافعة المالية.
- قدّر المتوسط الحسابي لهيكل الأصول بـ 61.18%، ممّا يعني أنّ أغلب المؤسسات لديها أصولا رأسمالية بنسبة أكبر من الأصول الجارية، وقد بلغت أعلى نسبة 95.95%، أمّا أدنى نسبة فكانت 5.27%، وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 22.96%. وهذا يعني وجود اختلاف في نوعية الأصول بين مؤسسات العينة.

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الأرباح المحتجزة 11.66%، حيث كانت أعلى نسبة 47.37%، أمّا أدنى نسبة فكانت -17.82% (خسائر متراكمة)، بانحراف معياري 9.71%. وهذا يعني وجود اختلاف بين المؤسسات في الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل، وأنّ هناك مؤسسات لديها خسائر متراكمة.
- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على حقوق الملكية 12.99%، وقد كان أعلى معدل 58.04%، أمّا أدنى معدل فكان 0.46%، وذلك بانحراف معياري قدره 11.33%. ما يعني وجود تباين كبير في العائد على حقوق الملكية بين المؤسسات محل الدراسة.
- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول 7.02%، حيث بلغ أعلى معدل 31.54%، أمّا أدنى معدل فبلغ 0.029%، بانحراف معياري قدره 5.88%. وهذا يعني وجود اختلاف أقل في معدل العائد على الأصول منه في معدل العائد على حقوق الملكية.
- بلغ المتوسط الحسابي للعائد على السهم 2.19 ريال سعودي، وقد كان أعلى عائد 8.48 ريال سعودي، أما أدنى عائد فكان0.08 ريال سعودي، بانحراف معياري قدره 1.78 ريال. ما يعني وجود اختلاف في هذا المعدل بين المؤسسات محل الدراسة.
- قدّر المتوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح للسهم الواحد 1.23 ريال سعودي، حيث كانت أعلى قيمة 7.5 ريال سعودي، أمّا أدنى قيمة فكانت 0.00 ريال سعودي، وذلك بانحراف معياري قدره 1.38 ريال. وهذا يعني وجود تباين كبير بين المؤسسات محل الدراسة في توزيعها للأرباح، وأنّ هناك الكثير من المؤسسات لم تقم بتوزيع الأرباح.
- بلغ المتوسط الحسابي لحجم المؤسسة المقاس باللّوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول9.57، وكانت أعلى قيمة 12.73، أما أدنى قيمة فكانت 7.99، بانحراف معياري 0.799. ما يعني عدم وجود اختلاف كبير في حجم المؤسسات محل الدراسة.

2- التحليل الإحصائي الوصفي لعينة فرص النمو المرتفعة:

تم وصف متغيرات الدراسة للمؤسسات المكوّنة لعينة فرص النمو المرتفعة، وعرض نتائج الإحصاء الوصفي في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-20): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة فرص النمو المرتفعة

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
PER	134.2513	61.49500	835.9200	36.9000	188.8867
V_E	6.098158	3.030000	48.94000	1.15000	8.482383
Ke	0.015084	0.015050	0.036100	0.00200	0.007962
Kd	0.019158	0.019500	0.050500	0.00200	0.011354
K	0.017458	0.016950	0.040500	0.003100	0.007638
ICR	14.05026	2.340000	178.0900	0.130000	38.08938
DR	0.486897	0.544000	0.941000	0.054400	0.219361
DER	1.627189	1.193150	15.94910	0.124500	2.533345
STRA	0.579342	0.637050	0.931800	0.077600	0.253479
RER	0.066682	0.038300	0.265300	-0.100200	0.092750
ROE	0.066432	0.048150	0.252000	0.004600	0.063094
ROA	0.031505	0.017550	0.130200	0.002900	0.032492
EPS	0.941053	0.525000	3.750000	0.080000	0.945286
DPS	0.569211	0.350000	2.800000	0.000000	0.736032
SIZE	9.262105	9.210000	10.70000	7.990000	0.710923

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

- المتوسط الحسابي لنسبة السعر للعائد (فرص النمو) قدّر بـ 134.25 مرة، وهو أكبر منه في العينة الكلية، وكانت أعلى قيمة 835.92 مرة، أمّا أدنى قيمة فكانت36.90 مرة. وذلك بانحراف معياري قدره 188.89. وهذا يعني أنّ مؤسسات هذه العينة تتمتع بفرص نمو مرتفعة مع وجود اختلاف في هذه الفرص بينها.

- قدّر المتوسط الحسابي لقيمة المؤسسة 6.098 مرة، وهو أعلى من المتوسط الحسابي في العينة الكلية، وقدّرت أعلى قيمة للمؤسسة بـ 48.94 مرة، أمّا أدنى قيمة فكانت 1.15، وذلك بانحراف معياري 8.48. ما يعني أن مؤسسات هذه العينة لديها قيمة مرتفعة مقارنة بمؤسسات العينة الكلية، مع وجود تباين كبير في قيمة هذه المؤسسات.
- بلغ المتوسط الحسابي لتكلفة حقوق الملكية 1.51%، وهو أدنى ممّا كان عليه في العينة الكلية، حيث بلغت أعلى تكلفة 3.61%، بينما بلغت أدنى تكلفة 0.2%، وذلك بانحراف معياري قدره 0.8%. وهذا يعني انخفاض تكلفة التمويل بحقوق الملكية لمؤسسات هذه العينة مقارنة بالعينة الكلية، وأنّه لا يوجد اختلاف كبير في هذه التكلفة بين مؤسسات العينة.
- المتوسط الحسابي لتكلفة الديون بلغ 1.91%، وهو أعلى منه في العينة الكلية، حيث كانت أعلى تكلفة 5.05%، بينما وصلت أدنى تكلفة إلى 0.2%، وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 1.13%. وهذا يعني ارتفاع تكلفة التمويل بالدين لمؤسسات هذه العينة مقارنة بالعينة الكلية مع وجود اختلاف في هذه التكلفة بين مؤسسات العينة.
- قدّر المتوسط الحسابي للتكلفة الوسطية المرجحة بـ 1.74%، وهو أدنى ممّا كان عليه في العينة الكلية، حيث قدّرت أعلى تكلفة بـ 4.05%، أمّا أدنى تكلفة فكانت 0.31%، وذلك بانحراف معياري قدره 0.76%. ما يعني انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل لمؤسسات هذه العينة مقارنة بالعينة الكلية مع عدم وجود اختلاف كبير بين مؤسسات العينة.
- المتوسط الحسابي لمعدل تغطية الفوائد قدّر بـ 14.05 مرة، وهو أصغر ممّا كان عليه في العينة الكلية، إذ كان أعلى معدل 178.09 مرة، بينما أدنى معدل فكان 0.13 مرة، وذلك بانحراف معياري 38.09. ممّا يعني وجود تباين كبير في هذا المعدل بين مؤسسات العينة.
- قدّر المتوسط الحسابي لنسبة الاستدانة بـ 48.69%، وهو أكبر منه في العينة الكلية، وهذا يعني أنّ أغلب مؤسسات هذه العينة تستخدم الديون في هيكلها المالي بنسبة تقارب نسبة استخدامها لحقوق الملكية، حيث كانت أعلى نسبة للديون 94.10%، بينما أدنى نسبة فكانت 5.44%.
- قدّر المتوسط الحسابي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية بـ 1.63 مرة، وهو أعلى ممّا كان عليه في العينة الكلية، حيث قدّرت أعلى نسبة بـ 15.95 مرة، أمّا أدنى نسبة فكانت 0.12 مرة، وذلك بانحراف معياري قدرّ بـ 2.53. ما يعني وجود تباين كبير بين مؤسسات العينة في استخدام الرافعة المالية.

- قدّر المتوسط الحسابي لهيكل الأصول بـ 57.93%، وهو أقل منه في العينة الكلية، حيث بلغت أعلى نسبة 93.18%، أمّا أدنى نسبة فكانت 7.76%، بانحراف معياري 25.35%. ما يعني وجود اختلاف في نوع الأصول بين مؤسسات العينة (أصول رأسمالية، أصول جارية).
- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الأرباح المحتجزة 6.66%، وهو أدنى من المتوسط الحسابي في العينة الكلية، حيث كانت أعلى نسبة للأرباح المحتجزة في هذه العينة 26.53%، أما أدنى نسبة فكانت 10.02%- وهي عبارة عن خسائر متراكمة، وذلك بانحراف معياري قدره 9.27%. ما يعني وجود تباين كبير بين مؤسسات العينة في احتجاز الأرباح.
- قدر المتوسط الحسابي لمعدل العائد على حقوق الملكية بـ 6.64%، وهو أقل ممّا كان عليه في العينة الكلية، حيث قدّرت أعلى نسبة بـ 25.20%، وقدّرت أدنى نسبة بـ 0.46%، بانحراف معياري 6.31%. ما يعني وجود تباين كبير في هذا المعدل بين مؤسسات العينة.
- المتوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول بلغ 3.15%، أعلى نسبة كانت 13.02%، أما أدنى نسبة فكانت 0.29%، بانحراف معياري 3.25%. وهذا يعني وجود اختلاف كبير في هذا المعدل بين مؤسسات العينة.
- بلغ المتوسط الحسابي للعائد على السهم 0.94 ريال سعودي، وهو أدنى ممّا كان عليه في العينة الكلية، وكان أعلى عائد 3.75 ريال سعودي، أمّا أدنى عائد فكان0.08 ريال سعودي، بانحراف معياري 0.94. ما يعني أن أرباح هذه المؤسسات أقل مقارنة بمؤسسات العينة الكلية.
- المتوسط الحسابي للأرباح الموزّعة على السهم الواحد قدّر بـ 0.57 ريال سعودي، وهو أقل من المتوسط الحسابي في العينة الكلية، إذ قدّرت أعلى قيمة بـ 2.8 ريال سعودي للسهم، أمّا أدنى قيمة فقدّرت بـ 0.00 ريال سعودي، وهذا يعني أنّ هناك العديد من المؤسسات لم تقم بتوزيع الأرباح خلال هذه السنة، وكان ذلك بانحراف معياري قدّر بـ 0.74، ما يعني وجود اختلاف كبير في توزيعات الأرباح بين مؤسسات العينة.
- بلغ المتوسط الحسابي لحجم المؤسسة 9.26، حيث كانت أعلى قيمة 10.70، أما أدنى قيمة فكانت 7.99، وذلك بانحراف معياري قدره 0.71. ما يعني عدم وجود اختلاف كبير في حجم هذه المؤسسات.

3- التحليل الإحصائي الوصفي لعينة فرص النمو المنخفضة:

يبيّن الجدول الموالي التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة فرص النمو المنخفضة.

الجدول رقم (3-21): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة فرص النمو المنخفضة

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
PER	16.40081	16.89000	22.23000	5.25000	4.001363
V_E	2.687568	2.280000	9.410000	0.39000	1.656998
Ke	0.081673	0.057600	0.439100	0.03260	0.068685
Kd	0.013705	0.011900	0.039300	0.00020	0.009295
K	0.056705	0.045700	0.291800	0.021300	0.045385
ICR	201.1795	15.23000	5362.160	1.400000	879.3911
DR	0.356230	0.361600	0.886800	0.032400	0.196515
DER	0.846886	0.566400	7.833900	0.033500	1.302194
STRA	0.654003	0.707900	0.959500	0.231800	0.179361
RER	0.157211	0.122400	0.473700	-0.009600	0.118967
ROE	0.161608	0.158100	0.431100	0.053400	0.074355
ROA	0.101235	0.090700	0.315400	0.020600	0.055585
EPS	2.844865	2.590000	6.780000	0.650000	1.408136
DPS	1.486757	1.280000	4.000000	0.000000	1.126474
SIZE	9.756216	9.450000	12.33000	8.750000	0.814532

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

- المتوسط الحسابي لنسبة السعر للعائد (فرص النمو) قدّر بـ 16.40 مرة، حيث كانت أعلى قيمة 22.23 مرة، أمّا أدنى قيمة فكانت 5.25 مرة، وذلك بانحراف معياري قدره 4.00. ما يعني أنّ مؤسسات هذه العينة لديها فرص نمو منخفضة، مع عدم وجود اختلاف كبير في هذه الفرص بين هذه المؤسسات.
- قدّر المتوسط الحسابي لقيمة المؤسسة بـ 2.68 مرة، وهو أدنى من المتوسط الحسابي لعينة فرص النمو المرتفعة، وقد قدّرت أعلى قيمة بـ 9.41 مرة، أمّا أدنى قيمة فقدّرت بـ 0.39 مرة، وذلك بانحراف معياري 1.66. وهذا يعني أنّ مؤسسات هذه العينة لديها قيمة منخفضة مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة.

- بلغ المتوسط الحسابي لتكلفة حقوق الملكية 8.17%، وهو أعلى ممّا كان عليه في العينة ذات فرص النمو المرتفعة، وذلك لارتفاع نسبة التمويل بحقوق الملكية لدى هذه المؤسسات حيث وصلت أعلى تكلفة إلى 43.91%، بينما كانت أدنى تكلفة 3.26%، وذلك بانحراف معياري قدره 6.87% وهذا يعني وجود تباين في التكلفة بين مؤسسات هذه العينة.
- بلغ المتوسط الحسابي لتكلفة الديون 1.37%، وهو أقل منه في عينة فرص النمو المرتفعة، وقد بلغت أعلى تكلفة 3.93%، أمّا أدنى تكلفة فبلغت 0.02%، وذلك بانحراف معياري قدّر بـ 0.93% ما يعني أنه لا يوجد اختلاف كبير في تكلفة الديون بين مؤسسات هذه العينة.
- المتوسط الحسابي للتكلفة الوسطية المرجحة قدّر بـ 5.67%، وهو أعلى ممّا كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة، وهو راجع لارتفاع تكلفة حقوق الملكية، وقد وصلت أعلى تكلفة إلى 29.18%، أمّا أدنى تكلفة فكانت 2.13%، وذلك بانحراف معياري قدره 4.54% ما يعني وجود تباين في التكلفة الوسطية المرجحة بين مؤسسات العينة.
- قدر المتوسط الحسابي لمعدل تغطية الفوائد بـ 201.18 مرة، وهو أعلى بكثير ممّا كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة، ما يعني أنّ مؤسسات هذه العينة لديها قدرة كبيرة على تسديد فوائد الديون، وقد وصل أعلى معدل إلى 5362.16 مرة، بينما أدنى معدل فكان 1.40 مرة، وذلك بانحراف معياري قدره 879.39 والذي يعني أنّ هناك تباين كبير في هذا المعدل بين مؤسسات العينة.
- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الديون 35.62%، وهذا يعني أنّ أغلب مؤسسات هذه العينة تعتمد على الديون في هيكلها المالي بنسبة أقل من المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة، حيث كانت أعلى نسبة للديون 88.68%، بينما كانت أدنى نسبة 3.24%، وذلك بانحراف معياري قدره 19.65%.
- قدّر المتوسط الحسابي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية بـ 0.85 مرة، وهو أقل من المتوسط الحسابي في عينة فرص النمو المرتفعة، وهذا يعني أنّ أغلب مؤسسات العينة تستخدم الديون بنسبة أقل من حقوق الملكية مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة، وقد قدّرت أعلى نسبة بـ 7.83 مرة، وهي تعني أنّ الديون في هذه المؤسسة تفوق حقوق الملكية بـ 7.83 مرة، أمّا أدنى نسبة فقدّرت بـ 0.0335 مرة، وتعني أنّ ديون هذه المؤسسة لا تتجاوز 3.35% من حقوق ملكيتها، وذلك بانحراف معياري قدره 1.30 ما يعني وجود تباين في استخدام الديون بين مؤسسات العينة.

- المتوسط الحسابي لهيكل الأصول بلغ 65.40%، وهو أعلى من المتوسط الحسابي في عينة فرص النمو المرتفعة، حيث بلغت أعلى نسبة 95.95%، أمّا أدنى نسبة فكانت 23.18%، بانحراف معياري 17.94%. وهذا يعني أنّ أغلب أصول مؤسسات هذه العينة هي أصول رأسمالية.
- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الأرباح المحتجزة 15.72%، وهو أعلى ممّا كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة، حيث وصلت أعلى نسبة إلى 47.37%، وهذا يعني أنّ مؤسسات هذه العينة تعتمد على الأرباح المحتجزة بنسبة أكبر من المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة، أما أدنى نسبة فكانت -0.96% وهي عبارة عن خسائر متراكمة، وقّدر الانحراف المعياري بـ 11.90% ما يعني وجود تباين بين مؤسسات العينة في احتجاز الأرباح.
- قّدر المتوسط الحسابي لمعدل العائد على حقوق الملكية بـ 16.16%، وهو أعلى منه في عينة فرص النمو المرتفعة، ووصل أعلى معدل إلى 43.11%، أمّا أدنى معدل فكان 5.34%، بانحراف معياري 7.43.
- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول 10.12%، وهو أيضا أعلى ممّا كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة، حيث قدّر أعلى معدل بـ 31.54%، أمّا أدنى معدل فكان 2.06%، بانحراف معياري قدره 5.56%.
- قدّر المتوسط الحسابي للعائد على السهم بـ 2.84 ريال سعودي، حيث كان أعلى عائد 6.78 ريال سعودي، أما أدنى عائد فكان 0.65 ريال سعودي، وهو أعلى من العائد على السهم للمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة. وذلك بانحراف معياري قدره 1.41 ما يعني عدم وجود اختلاف كبير في هذا المعدل بين مؤسسات العينة.
- بلغ المتوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح 1.49 ريال سعودي للسهم الواحد، وكانت أعلى قيمة 4.00 ريال سعودي للسهم، وهي أعلى من توزيعات المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة، أما أدنى قيمة فكانت 0.00 ريال سعودي، يعني أنّ هناك بعض المؤسسات تقوم باحتجاز جميع الأرباح.
- بلغ المتوسط الحسابي لحجم المؤسسة 9.76، وهو أعلى منه في عينة فرص النمو المرتفعة، وكانت أعلى قيمة 12.33، أمّا أدنى قيمة فكانت 8.75، وهذا يعني أنّ حجم هذه المؤسسات أكبر من حجم المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة. أمّا الانحراف المعياري فقدّر بـ 0.8145 ما يعني عدم وجود اختلاف كبير في الحجم بين مؤسسات العينة.

المبحث الثالث: التحليل الكمي القياسي للبيانات

تحتوي عينة الدراسة على البيانات المقطعية (اللحظية)Cross-Sectional Data وهي البيانات التي تؤخذ عن متغير أو ظاهرة ما في نقطة زمنية معينة، فهي تعبّر عن وحدات المجتمع المطلوب دراسته في نقطة معينة من الزمن، وهي بذلك توضح مدى تغيّر قيمة هذا المتغير من مفردة إلى أخرى عند نفس النقطة من الزمن (صافي، 2015، الصفحات 24–25)، يعني أنّها بيانات لمجموعة من المؤسسات خلال سنة واحدة.

وقد قمنا بتقدير هذه البيانات وتحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression بطريقة المربعات الصغرى العادية LS – Least Squares (NLS and ARMA) باستخدام برنامج E-Views13، والذي يحتوي على مجموعة متكاملة من الإمكانيات التي تمكن الباحث من استخدام الطرق الإحصائية في معالجة مشاكل القياس من خلال التقدير القياسي (Econometrics)، واستعراض مظاهر مختلفة لعرض نتائج هذه الطرق القياسية Econometrics + Views، ومن هنا جاءت تسمية هذا البرنامج EViews (الصنوي، دون سنة، صفحة 2).

المطلب الأول: تقدير البيانات وتحليل الانحدار لعينة فرص النمو المرتفعة

سنقوم في هذا المطلب بتقدير البيانات وتحليل الانحدار لعينة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة. ثم اختبار صلاحية النموذج من خلال مجموعة من الاختبارات هي اختبار الارتباط الذاتي، اختبار ثبات التباين، واختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

1- تحليل الانحدار:

تم تحليل الانحدار المتعدد لعينة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة بطريقة المربعات الصغرى العادية LS – Least Squares (NLS and ARMA)، لأنها الطريقة المناسبة لتحليل هذه البيانات. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-22): تحليل الانحدار لعينة فرص النمو المرتفعة

المتغيرات	المعامل	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية
C	25.182274	1.659107	0.1101
Ke	-475.5971	-1.934951	0.0649
Kd	-79.03760	-0.427448	0.6729
K	71.54460	0.220523	0.8273
ICR	-0.044134	-1.121943	0.2730
DR	-1.441470	-0.201249	0.8422
DER	2.312714	3.445999	0.0021
STRA	-1.9309229	-0.500818	0.6211
RER	20.28079	1.421153	0.1681
ROE	280.0396	5.669857	0.0000
ROA	115.1432	1.821949	0.0809
EPS	-21.77927	-5.324818	0.0000
DPS	2.997857	0.809163	0.4264
SIZE	-1.917753	-1.135279	0.2675
R-squared	0.748299		
Adjusted R-squared	0.611960		
S.E. of regression	5.283917		
F-statistic	5.488543		
Prob (F-statistic)	0.000165		
Durbin-Watson stat	1.904818		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

- القيمة الاحتمالية لفيشر Prob(F-statistic) تساوي 0.000165، وهي أصغر من 0.01 يعني أن F-statistic معنوية عند مستوى 1%، أي أن قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية (النموذج غير مناسب)، ونقبل الفرضية البديلة (النموذج مناسب).
- قيمة R-squared (معامل التحديد) تساوي 0.748299، وبما أنّ عدد المتغيرات المستقلة كبير فسنعتمد على معامل التحديد المعدل Adjusted R-squared، والذي يساوي 0.611960 وهذا يعني أنّ المتغيرات المستقلة تفسّر التغيّرات الكلية التي تحدث في المتغير التابع **(V_E)** بنسبة 61.20%، والباقي يرجع لوجود أخطاء عشوائية. ممّا يدل على قوة العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المقدرة.

- قيمة دربن واتسن Durbin-Watson تساوي 1.904818 وهي أكبر من 1.30 وهذا يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

2- اختبار الارتباط الذاتي:

يمكننا أيضا التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي من خلال اختبار Serial Correlation LM الموضح في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-23): اختبار الارتباط الذاتي لعينة فرص النمو المرتفعة

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.773734	**Prob. F (2,22)**	0.4734
Obs*R -Squared	2.497244	**Prob. Chi – Square (2)**	0.2869

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ أنّ القيمة الاحتمالية لـ Chi-Square (Prob. Chi-Square = 0.2869> 0.1)، أي أنّ القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي.

3- اختبار ثبات التباين:

لكي نختبر ثبات التباين نجري اختبار **Heteroskedasticity Test** الموضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-24): اختبار ثبات التباين لعينة فرص النمو المرتفعة

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.014614	**Prob. F (1,33)**	0.9045
Obs*R -Squared	0.015493	**Prob. Chi-Square (2)**	0.9009

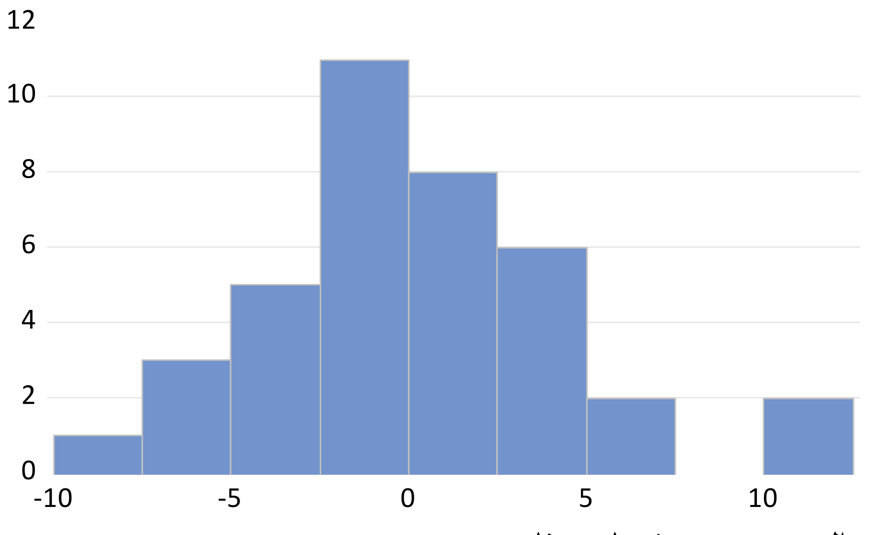
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ من خلال الجدول أنّ القيمة الاحتمالية لـ Chi-Square تساوي 0.9009، وهي أكبر من0.1 وهذا يعني أنّ القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية (ثبات التباين).

4- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

للتأكد من أنّ البواقي موزعة توزيعا طبيعيا نقوم بالاختبار الموضح في الشكل التالي:

شكل رقم (3-4): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لعينة فرص النمو المرتفعة



المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera تساوي 0.244988، وهي أكبر من 0.1 (Probability =0.244988 > 0.1)، ومنه نقبل الفرضية العدمية (البواقي موزعة توزيعا طبيعيا).

من خلال الاختبارات السابقة نجد أنّ النموذج صالح للتقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية، وعليه نقوم بتقدير النموذج وفق المعادلة التالية:

$$V_E = 25.18274 - 475.5971*KE - 79.03760*KD + 71.54460*K - 1.4414705*DR + 2.312714*DER + 20.28079*RER + 280.0396*ROE + 115.1432*ROA - 21.77927*EPS + 2.997857*DPS - 1.917753*SIZE - 0.044134*ICR - 1.930929*STRA$$

$R^2 = 0.748299$ Adjusted $R^2 = 0.611960$ DW=1.904818

المطلب الثاني: تقدير البيانات وتحليل الانحدار لعينة فرص النمو المنخفضة

سنقوم في هذا المطلب باتّباع نفس خطوات المطلب السابق، وذلك بتقدير البيانات وتحليل الانحدار لعينة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة. ثم اختبار صلاحية النموذج من خلال إجراء الاختبارات السابقة.

1- تحليل الانحدار:

تم تحليل الانحدار المتعدد لعينة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة بطريقة المربعات الصغرى العادية (LS – Least Squares (NLS and ARMA، والجدول أسفله يوضح ذلك.

الجدول (3-25): تحليل الانحدار لعينة فرص النمو المنخفضة

المتغيرات	المعامل	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية
C	-0.185813	-0.117601	0.9074
Ke	-6.003925	-0.355771	0.7253
Kd	-14.24666	-0.825204	0.4177
K	3.892174	0.150946	0.8813
ICR	1.15E-05	0.058373	0.9540
DR	3.697724	2.157975	0.0416
DER	-0.270513	-1.603997	0.1224
STRA	0.701273	0.818501	0.4215
RER	3.184069	2.294711	0.0312
ROE	17.51652	4.722509	0.0001
ROA	-1.853772	-0.282951	0.7797
EPS	-0.096495	-0.811381	0.4255
DPS	0.332905	2.185422	0.0393
SIZE	-0.161432	-0.921712	0.3662
R-squared	0.911363		
Adjusted R-squared	0.861264		
S.E. of regression	0.617187		
F-statistic	18.19120		
Prob (F- statistic)	0.000000		
Durbin-Watson stat	1.149720		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ من الجدول أعلاه:

- القيمة الاحتمالية لفيشر Prob(F-statistic) تساوي 0.00000، وهذا يعني أنّ F-statistic معنوية عند مستوى 1%، أي أنّ قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية (النموذج غير مناسب)، ونقبل الفرضية البديلة (النموذج مناسب).
- قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R-squared تساوي 0.861264 وهذا يدل على قوة العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المقدّرة، أي أنّ المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات الكلية التي تحدث في المتغير التابع **(V_E)** بنسبة 86.13%، والباقي يرجع لوجود أخطاء عشوائية.
- قيمة دربن واتسن Durbin-Watson تساوي 1.149720 وهي أقل من 1.30، لذلك سنقوم بإجراء اختبار Serial Correlation LM. لمعرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي.

2- اختبار الارتباط الذاتي:

للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي نجري اختبار Serial Correlation LM الموضح في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-26): اختبار الارتباط الذاتي لعينة فرص النمو المنخفضة

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	3.285012	**Prob. F (2,21)**	0.0574
Obs*R -Squared	8.817217	**Prob. Chi-Square (2)**	0.0122

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لـ Chi-Square (Prob. Chi-Square = 0.0122> 0.01)، أي أن القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي، وبالتالي فإنّ النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

3- اختبار ثبات التباين:

للتأكد من ثبات التباين نجري اختبار **Heteroskedasticity Test** الموضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-27): اختبار ثبات التباين لعينة فرص النمو المنخفضة

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.722158	**Prob. F (1,31)**	0.4020
Obs*R -Squared	0.751248	**Prob. Chi-Square (1)**	0.3861

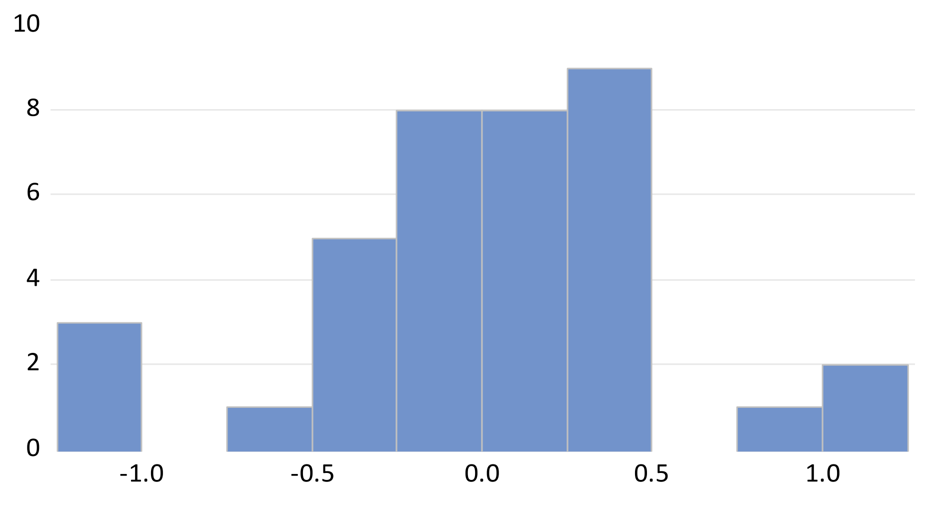
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views13

نلاحظ من خلال الجدول أنّ القيمة الاحتمالية لـChi-Square تساوي0.3861، وهي أكبر من0.1 وهذا يعني أنّ القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية (ثبات التباين)، ممّا يعني أنّ النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

4- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

للتأكد من أنّ البواقي موزعة توزيعا طبيعيا نقوم بالاختبار التالي:

شكل رقم (3-5): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لعينة فرص النمو المنخفضة



Series: Residuals
Sample 1 40
Observations 37

Mean	-7.77e-16
Median	0.014224
Maximum	1.042207
Minimum	-1.167477
Std. Dev.	0.493321
Skewness	-0.322081
Kurtosis	3.739472
Jarque-Bera	1.482720
Probability	0.476465

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera تساوي 0.476465، وهي أكبر من 0.1 (Probability = 0.476465 > 0.1)، ومنه نقبل الفرضية العدمية (البواقي موزعة توزيعا طبيعيا).

من خلال الاختبارات السابقة نجد أنّ النموذج صالح للتقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية، وعليه نقوم بتقدير النموذج وفق المعادلة التالية:

$$V_E = -0.185813 - 6.003925*KE - 14.24666*KD + 3.892174*K + 1.15E\text{-}05*ICR + 3.697724*DR - 0.270513*DER + 0.701273*STRA + 3.184069*RER + 17.51652*ROE - 1.853772*ROA - 0.096495*EPS + 0.332905*DPS - 0.161432*SIZE$$

$R^2 = 0.911363$ Adjusted $R^2 = 0.861264$ DW=1.149720

المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتحليل وتفسير النتائج التي توصّلت إليها هذه الدراسة من خلال التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة والتحليل القياسي الكمي للبيانات.

1- تحليل نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

من خلال التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة في ظل اختلاف فرص النمو نجد:

- المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة لديها تكلفة حقوق ملكية وتكلفة وسطية مرجحة، منخفضة مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، أمّا تكلفة الدين فهي مرتفعة بالمقارنة مع المؤسسات التي لديها فرص نمو منخفضة، وذلك لارتفاع نسبة الديون. فالمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة تعتمد على الديون في هيكلها المالي بنسب أعلى من المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة. كما أنّ معدل تغطية الفوائد لدى هذه المؤسسات منخفض بالمقارنة مع المؤسسات الأخرى.

أمّا قيمتها فهي مرتفعة جدا مقارنة مع المؤسسات ذات النمو المنخفض، وذلك لانخفاض التكلفة الوسطية المرجحة.

كما نجد أنّ نسبة الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح للسهم لدى المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة منخفضة مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، وذلك راجع لانخفاض أرباحها، حيث نجد كل من الربح العائد للسهم الواحد، العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول منخفض بالمقارنة مع المؤسسات الأخرى.

ونجد أيضا أنّ كلّا من حجم المؤسسة وهيكل الأصول في عينة فرص النمو المرتفعة منخفض مقارنة مع مثيلاتها في عينة فرص النمو المنخفضة، ويرجع ذلك إلى طبيعة نشاط هذه المؤسسات. حيث نجد أنّ أغلب المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة خدمية أو تجارية. وأغلب المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة صناعية. كما يمكن أن يرجع ذلك إلى اختلاف دورة حياة هذه المؤسسات، فقد تكون المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة وصلت إلى مرحلة النضج، أمّا المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة فتكون في مرحلة النمو والتطور.

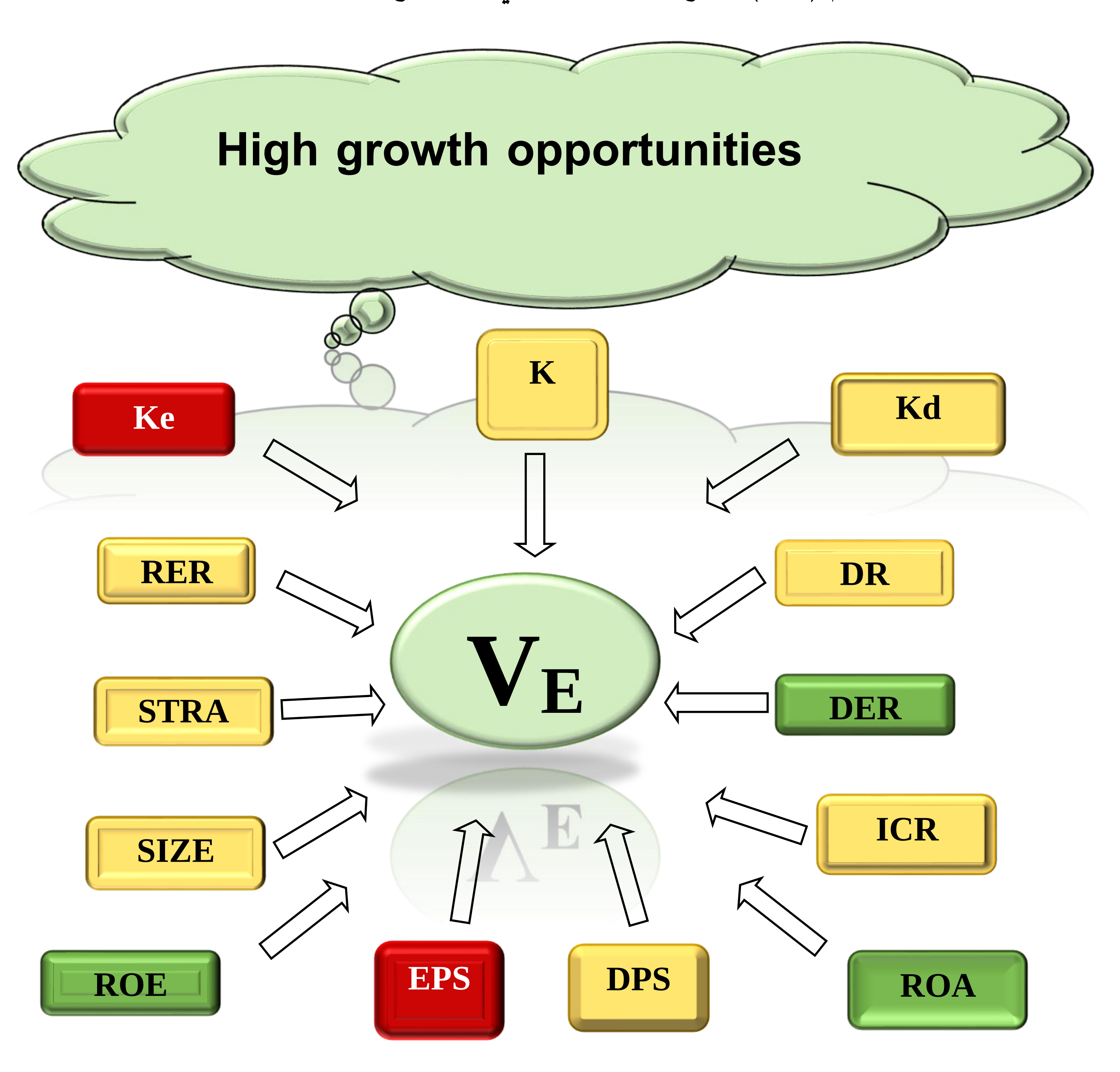
2- نتائج تحليل الانحدار في ظل ارتفاع فرص النمو:

استنادا إلى نتائج اختبار ستيودنت الموضحة في الجدول رقم (3-22) نلاحظ:

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل بحقوق الملكية في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 10%؛
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 1%؛
- وجود أثر إيجابي لمعدل العائد على حقوق الملكية في قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%؛
- وجود أثر إيجابي دال إحصائيا لمعدل العائد على الأصول في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 10%؛
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للعائد على السهم في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 1%؛
- عدم وجود أثر دال إحصائيا لبقية المتغيرات والمتمثلة في: تكلفة التمويل بالدين، التكلفة الوسطية المرجحة، معدل تغطية الفوائد، نسبة الديون، هيكل الأصول، نسبة الأرباح المحتجزة، الأرباح الموزعة على السهم الواحد، وحجم المؤسسة في قيمة المؤسسة.

والشكل الموالي يوضح هذه النتائج:

الشكل رقم (3−6): نتائج تحليل الانحدار في ظل ارتفاع فرص النمو



أثر إيجابي بدلالة إحصائية

أثر سلبي بدلالة إحصائية

أثر بدون بدلالة إحصائية

المصدر: من إعداد الباحثة

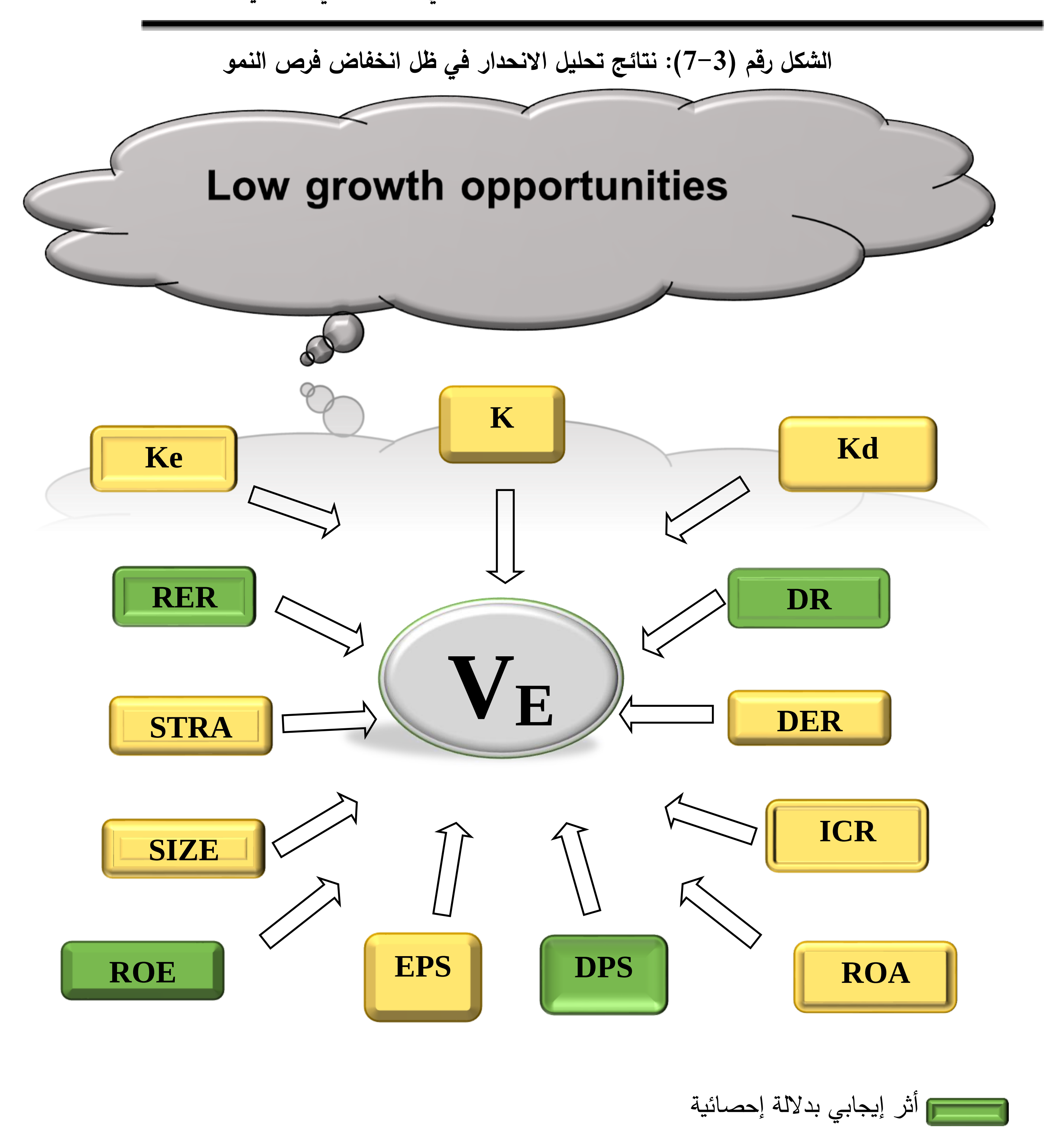
3- نتائج تحليل الانحدار في ظل انخفاض فرص النمو:

من خلال نتائج اختبار ستيودنت الموضحة في الجدول رقم (3-25) نلاحظ ما يلي:

- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 5%؛
- وجود أثر إيجابي دال إحصائيا لنسبة الأرباح المحتجزة في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 5%؛
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقوق الملكية في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 1%؛
- وجود أثر إيجابي للأرباح الموزّعة على السهم في قيمة المؤسسة، دال إحصائيا عند مستوى معنوية 5%؛
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لباقي المتغيرات الأخرى المتمثلة في: تكلفة التمويل بحقوق الملكية، تكلفة التمويل بالدين، التكلفة الوسطية المرجحة، معدل تغطية الفوائد، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، هيكل الأصول، العائد على الأصول، العائد على السهم، وحجم المؤسسة في قيمة المؤسسة.

وسيتم توضيح هذه النتائج في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-7): نتائج تحليل الانحدار في ظل انخفاض فرص النمو



أثر إيجابي بدلالة إحصائية

أثر بدون بدلالة إحصائية

المصدر: من إعداد الباحثة

خلاصة الفصل الثالث:

تطرّقنا في هذا الفصل إلى المعالم الأساسية للسوق المالي السعودي "تداول" والذي يعد أكبر سوق مالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا، وتاسع أكبر سوق للأوراق المالية في العالم. حيث تتبّعنا نشأته وتطوّره منذ تأسيسه إلى أن وصل إلى ما هو عليه حاليا، وتعرّفنا على أهم مميّزاته وأهدافه. ثم تطرّقنا إلى الإطار التنظيمي له، وبعدها قمنا بعرض أهم الإحصائيات المتعلقة به خلال سنة 2021.

ثم حاولنا اختبار أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المدرجة فيه في ظل اختلاف فرص نموها. وذلك بإجراء دراسة قياسية على عينة من المؤسسات، والتي قمنا بتقسيمها إلى عينتين فرعيتين: عينة المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة وعينة المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة.

توصّلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمّها انخفاض تكلفة التمويل لدى المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة ممّا أدى إلى ارتفاع قيمتها، على عكس المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة التي كانت لديها تكلفة تمويل مرتفعة أدّت إلى انخفاض قيمتها. وتوصّلنا أيضا إلى أنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة تعتمد على الديون في تمويل استثماراتها بنسبة كبيرة مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، وارتفاع نسبة الديون لديها أدى إلى زيادة تكلفة التمويل بالدين وانخفاض معدل تغطية الفوائد، أي انخفاض قدرتها على تسديد التزامات هذه الديون. كما توصّلنا إلى أنّ المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة لديها توزيعات أرباح منخفضة مقارنة بالمؤسسات الأخرى.

الخاتمة العامة

يتوقف نمو المؤسسة واستمرارها على الإدارة المحكمة لها خاصة فيما يتعلق بالجانب المالي، والذي يعتبر المحرك الأساسي المسؤول عن جميع أنشطتها الرئيسية كالتمويل والاستثمار والتصرف في الأرباح بالطريقة التي تمكّنها من بلوغ هدفها الأساسي المتمثل في تعظيم قيمتها. وقد أصبحت الإدارة بالقيمة ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى لاهتمامها بالقيمة بدلا من الربح المحاسبي.

يرتبط مفهوم تعظيم القيمة أو خلق القيمة بنقاط رئيسية أهمّها تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن من خلال تكوين الهيكل المالي المناسب، بالإضافة إلى توافر فرص النمو. وهذا تحكمه القرارات المتخذة من طرف الإدارة المالية والمتمثلة في قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح. والتي تمثّل أهم العوامل المحدِّدة لقيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على العائد المتوقع تحقيقه، وعلى المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، والخطأ في اتّخاذ هذه القرارات يحمّل المؤسسة تكاليف كبيرة قد تصل إلى إفلاسها وتصفيتها.

ولقد سعينا من خلال هذه الدراسة إلى معرفة أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو، من خلال الاطلّاع على أهم النظريات المتعلقة بهذا الموضوع، وأهم الأبحاث والدراسات التي اهتمت به. ثم حاولنا اختبار هذا الأثر بإجراء دراسة قياسية على عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي. وتوصّلنا إلى مجموعة من النتائج أهمّها:

أولا: نتائج الدراسة على المستوى النظري

من خلال الجانب النظري من الدراسة توصّلنا إلى جملة من النتائج منها:

- أنّ موضوع تحديد الهيكل المالي المثالي ومدى تأثيره في قيمة المؤسسة من خلال تكلفة التمويل لازال يمثّل موضوعا جدليا ومعقّدا، فبالرغم من تعدّد الأبحاث والدراسات حول هذا الموضوع إلّا أنّه لم يتم الاتفاق على طبيعة العلاقة بين هاته المتغيرات خاصة مع اختلاف فرص النمو؛
- أهم النظريات التي فسّرت العلاقة بين القرارات المالية في المؤسسة وفرص النمو هي نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، ونظرية التأثير الضريبي؛
- الهيكل المالي المناسب يؤدي إلى التخلص من تكاليف الوكالة، وهو يعتبر آلية حوكمة للمؤسسة للحد من تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وبين المساهمين والدائنين؛
- اللّاتماثل في المعلومات بين المديرين والمستثمرين له أثر مهم في تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة وفي قيمتها السوقية؛

- توافر وتماثل المعلومات ودقّتها يجعل من أسهم المؤسسة أقل خطورة، ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل، وهذا ينعكس إيجابا على أسعار الأسهم وعلى القيمة السوقية للمؤسسة، والعكس صحيح؛
- إصدار الأسهم الجديدة يعتبر إشارة سلبية بشأن مستقبل المؤسسة وفرص نموها، ممّا يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق، وبالتالي انخفاض قيمتها. أمّا إصدار الدين فيعد خبرا جيدا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة؛
- عندما تكون تكلفة التمويل منخفضة مقارنة مع العائد على حقوق الملكية يكون هناك ارتفاع في فرص نمو المؤسسة ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية، وهنا يتم خلق فائض في القيمة وتعظيم قيمة المؤسسة؛
- عندما تكون تكلفة التمويل مساوية للعائد على حقوق الملكية تكون فرص نمو المؤسسة منخفضة وتكون قيمتها السوقية مساوية للقيمة الدفترية، وهنا لا تحقّق المؤسسة أي فائض في القيمة.
- إذا كانت تكلفة التمويل أعلى من العائد على حقوق الملكية فإنّ الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة تكون غير مربحة، وتنفيذها يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية، وبالتالي تدهور قيمة المؤسسة.

ثانيا: نتائج الدراسة على المستوى التطبيقي

أمّا على المستوى التطبيقي ومن خلال الدراسة القياسية التي قمنا بإجرائها فقد توصّلنا إلى النتائج التالية:

- المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة لديها قيمة مرتفعة مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، وهذا ما يؤكد تعريف Myers لفرص النمو بأنّها جزء من قيمة المؤسسة، وأنّ هذه القيمة تزداد بزيادة فرص النمو؛
- انخفاض تكلفة التمويل (التكلفة الوسطية المرجحة) للمؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة، ممّا أدى إلى ارتفاع قيمتها، أما المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة فكانت تكلفة تمويلها أعلى ممّا انعكس سلبا على قيمتها، وهذا ينطبق على ما توصلنا إليه في الجانب النظري؛
- تعتمد المؤسسات محل الدراسة التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة على الديون في هيكلها المالي بنسب أعلى من المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة لحل مشكلة نقص الاستثمار " Under investment"، وهذا يتوافق مع نظرية الوكالة لأنّ استخدام الديون في تمويل فرص النمو يخفّض من تكلفة الوكالة للملكية، لأنّه يعرّض المؤسسة للرقابة والتدقيق الخارجي، ويشجع المديرين على التصرف بطريقة أكثر انسجاما مع تعظيم ثروة الملاك، وبذلك تنخفض تكلفة التمويل وترتفع قيمة

المؤسسة، كما يتوافق مع نظرية الالتقاط ونظرية الإشارة. ويتعارض مع نظرية التبادل ومع نظرية التأثير الضريبي، ومع دراسة (DANILA, NOREEN, AZIZAN, FARID, & AHMED, 2020) ودراسة (سويدان، الربضي، و عواد، 2015)؛

- انخفاض معدل تغطية الفوائد لدى المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، وذلك لأنّ المؤسسات ذات النمو المرتفع لديها مستوى مديونية أعلى، وفي المقابل ربحيّة منخفضة وتقلّبات مرتفعة في التدفقات النقدية، بينما المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة لديها ربحيّة مرتفعة ومديونية أقل ممّا يجعل التزامات الديون لديها أقل، وبالتالي تزداد قدرتها على تسديد الفوائد؛
- ارتفاع توزيعات الأرباح في عينة المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المنخفضة، وهذا راجع إلى أنّ هذه المؤسسات عادة ما تكون مؤسسات ناضجة وصلت الى مرحلة متقدمة من التطور وأنّها تحقّق تدفقات نقدية عالية جدا وفي المقابل لديها انخفاض في فرص النمو، وهذا ما يعرف بمشكلة فرط الاستثمار "Over investment"، وهنا تلعب توزيعات الأرباح دورا مهما في معالجة هذه المشكلة الناتجة عن توفر نقد حر تحت تصرف الإدارة يمكنها استغلاله لتحقيق أهدافها الخاصة؛
- انخفاض التوزيعات في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة وهو ما يتوافق مع دراسة (Gul, 1999)، وذلك يرجع إلى احتجاز المؤسسة للأرباح لتمويل فرص النمو، وهو يدعّم دراسة (DANILA, NOREEN, AZIZAN, FARID, & AHMED, 2020) وكذلك لانخفاض ربحيّة هذه المؤسسات، كما يمكن أن يرجع إلى الشروط التي يضعها الدائنون في عقد الوكالة لحماية مصالحهم الخاصة والتي من بينها تحديد نسب التوزيعات، وذلك بسبب مشاكل استبدال الأصول أو ما يسمّى باستراتيجية نقل المخاطرة؛
- ارتفاع نسبة الأرباح المحتجزة في المؤسسات محل الدراسة ذات فرص النمو المنخفضة لأنّ هذه المؤسسات تعتمد على التمويل الذاتي بنسبة كبيرة في تمويل احتياجاتها، خاصة وقد ساعدها على ذلك ارتفاع ربحيّتها، أمّا بالنسبة للمؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة فنجد نسبة الأرباح المحتجزة منخفضة بسبب انخفاض ربحيّتها، وهذا ما جعلها تعتمد على الديون لتمويل فرص نموها بنسب أعلى؛
- انخفاض العائد (العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول) لدى المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة إضافة إلى انخفاض حجمها وهيكل أصولها (انخفاض أصولها الرأسمالية) مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة. حسب نظرية

التبادل فإنّ المؤسسات التي تكون لديها نفس هذه الخصائص (فرص نمو مرتفعة، ربحية منخفضة، نسبة عالية من الأصول الجارية) يكون لديها انخفاض في مستوى الديون. أمّا المؤسسات الكبيرة ذات التدفقات النقدية المستقرة ونسبة الأصول الرأسمالية المرتفعة وفرص النمو المنخفضة، تكون ذات استدانة عالية. وهذا يتنافى مع دراستنا حيث نجد أنّ هذه المؤسسات لديها نسبة مرتفعة من الديون؛

- لتكلفة التمويل بحقوق الملكية أثر سلبي في قيمة المؤسسة في ظل ارتفاع فرص النمو، وهذا يتطابق مع النظرية المالية؛
- زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية (الرافعة المالية) له أثر إيجابي في قيمة المؤسسة في ظل ارتفاع فرص النمو. وهذا يرجع للوفورات الضريبية التي تحقّقها المؤسسة بسبب استخدام الديون في هيكلها المالي، والتي تؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل باعتبار فوائد الديون مصروف يخصم قبل حساب الضريبة. وهذا الانخفاض في تكلفة التمويل يؤثر تأثيرا إيجابيا في قيمة المؤسسة. وهذا يتوافق مع دراسة (السماني، 2015)، ويختلف مع دراسة (McConnell & Servaes, 1995) ودراسة (Subagyo, 2021)؛
- زيادة نسبة الديون لها أثر إيجابي في قيمة المؤسسة في ظل انخفاض فرص النمو بسبب الوفورات الضريبية التي يحقّقها استخدام الديون في التمويل، وكذلك بسبب الدور التأديبي للديون في حل مشاكل الوكالة وعلاج مشكلة الاستثمار المفرط، ممّا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وجعل المستثمرين مستعدين لدفع سعر أعلى لأسهم المؤسسة، وبذلك ترتفع قيمتها. وهذا يتوافق مع دراسة (McConnell & Servaes, 1995) ودراسة (Aivazian, Ge, & Qiu, 2005)، ويتوافق أيضا مع دراسة (Subagyo, 2021)؛
- معدل العائد على حقوق الملكية له أثر إيجابي في قيمة المؤسسة مهما اختلفت فرص النمو، وهو أكثر المتغيرات تأثيرا في قيمة المؤسسة، وذلك لأنّ ارتفاع هذا المعدل يؤدي إلى تعظيم ثروة الملّاك وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. وهذا يتوافق مع دراسة (قدوج و مليكاوي، 2019)؛
- معدل العائد على الأصول له أثر إيجابي في قيمة المؤسسة في ظل ارتفاع فرص النمو؛
- العائد على السهم له أثر سلبي في قيمة المؤسسة في ظل ارتفاع فرص النمو، وهذا راجع للعلاقة السلبية بينه وبين فرص النمو المعبّر عنها بنسبة السعر للعائد؛
- لنسبة الأرباح المحتجزة أثر إيجابي في قيمة المؤسسة في ظل انخفاض فرص النمو، لأنّ هذه المؤسسات لديها سيولة مرتفعة واحتجاز الأرباح يساعدها على تجنّب التمويل الخارجي وعرقلة

قرارات الاستثمار ممّا يؤدي إلى انخفاض تكلفة الوكالة للملكية، وبالتالي انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع قيمة المؤسسة. وهذا يتطابق مع نظرية الوكالة؛

- للأرباح الموزّعة أثر إيجابي في قيمة المؤسسة في ظل انخفاض فرص النمو، لأنّه كما ذكرنا سابقا توزيع الأرباح يعالج مشكلة فرط الاستثمار ممّا يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة free cash flow، وهذا يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وينعكس إيجابا على قيمة المؤسسة.

ثالثا: اختبار الفرضيات

من خلال النتائج المتوصّل إليها في الجانبين النظري والتطبيقي يمكننا الإجابة على الفرضيات المطروحة كما يلي:

1- الفرضية الرئيسية "لا يوجد أثر لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل اختلاف فرص النمو": بدراسة خصائص المؤسسات محل الدراسة عن طريق التحليل الإحصائي الوصفي وجدنا أنّ المؤسسات التي لديها ارتفاع في تكلفة التمويل لديها انخفاض في قيمة المؤسسة والعكس صحيح، ما يعني أنّه يوجد أثر سلبي لتكلفة التمويل في قيمة هذه المؤسسات، فارتفاع تكلفة تمويلها يؤدي إلى انخفاض قيمتها والعكس صحيح، وذلك مهما اختلفت فرص نموها. وهذا يثبت عدم صحة هذه الفرضية. أمّا نتائج تحليل الانحدار فبيّنت وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل بحقوق الملكية في قيمة المؤسسة في ظل ارتفاع فرص النمو، أمّا في ظل انخفاضها فلا يوجد لها أي أثر معنوي. بينما تكلفة التمويل بالدين والتكلفة الوسطية المرجحة ليس لهما أثر معنوي في قيمة هذه المؤسسات مهما اختلفت فرص النمو.

2- الفرضيات الفرعية:

الفرضية الأولى "يختلف أثر تكلفة التمويل في القرارات المالية للمؤسسة باختلاف فرص نموها": تكلفة التمويل هي المعيار الأساسي لاتّخاذ القرارات المالية للمؤسسة، وأثرها في هذه القرارات لا يختلف باختلاف فرص النمو، فعلى سبيل المثال إذا كانت تكلفة استثمار معين مرتفعة فإنّه لا يتم قبوله سواء كانت فرص النمو مرتفعة أو منخفضة. وإذا كانت تكلفة مصدر من مصادر التمويل مرتفعة فإنّ المؤسسة لا تقوم باستخدام هذا المصدر سواء في ظل ارتفاع أو انخفاض فرص النمو لأنّ استخدامه سيؤدي إلى انخفاض قيمتها. وكذلك ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية سيجعل المؤسسة تقوم باحتجاز الأرباح بغض النظر عن فرص نموها. وهذا يؤكد عدم صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثانية "يؤدي توافر فرص النمو إلى تعظيم قيمة المؤسسة": أكّدت نتائج الدراسة صحة هذه الفرضية، فالمؤسسات التي تتمتّع بفرص نمو مرتفعة يعني أنّه لديها فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، أي أنّ العائد المتوقع من هذه الاستثمارات يفوق تكلفة تمويلها، وهذا ما يؤدي إلى تعظيم قيمتها.

الفرضية الثالثة "تعتمد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي على الديون بشكل كبير في هيكلها المالي لتمويل فرص نموها": أثبتت النتائج صحة هذه الفرضية أيضا. حيث وجدنا المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة لديها نسبة عالية من الديون مقارنة بالمؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة.

الفرضية الرابعة "تقوم المؤسسات السعودية التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة باحتجاز الأرباح لتمويل فرص نموها": من خلال نتائج الدراسة توصّلنا إلى صحة هذه الفرضية. لأنّ توزيعات الأرباح لدى هذه المؤسسات كانت منخفضة مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، فهذه المؤسسات تبدأ بتمويل فرص نموها عن طريق الأرباح المحتجزة وعندما تكون غير كافية تلجأ إلى الديون لأنّها أقل تكلفة من إصدار الأسهم الجديدة، وبذلك فهي تتّبع نظرية الالتقاط في تمويل فرص النمو إذ تعتمد على هيكل مالي هرمي يبدأ باحتجاز الأرباح وينتهي بإصدار الأسهم الجديدة.

الفرضية الخامسة "تعتمد المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المنخفضة على حقوق الملكية لتمويل احتياجاتها": من خلال دراسة الهيكل المالي لهذه المؤسسات وجدنا ارتفاع كبير في نسبة حقوق الملكية، مع انخفاض في نسبة الديون، كما أنّ نسبة الأرباح المحتجزة لديها مرتفعة مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة. وهذا يؤكد صحة هذه الفرضية.

رابعا: توصيات الدراسة

بناء على ما توصّلنا إليه في هذه الدراسة سنقوم بتقديم التوصيات التالية:

- عند تحديد الهيكل المالي للمؤسسة يجب الموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها هذا العائد؛
- من الضروري تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل بدقة إضافة إلى تحديد التكلفة الوسطية المرجحة، لأنّها المعيار الذي من خلاله يمكننا معرفة مدى كفاءة كل مصدر في تحقيق عوائد للمساهمين؛
- انتهاج سياسة توزيع أرباح مناسبة تؤدي إلى رفع أسعار أسهم المؤسسة في السوق، وفي نفس الوقت تمكّنها من الاستفادة من فرص النمو المتاحة؛
- استخدام الطرق والمعايير الحديثة في تقييم المؤسسة خاصة المبنية على خلق القيمة، واتباع منهج الإدارة بالقيمة؛
- أغلب المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المنخفضة هي مؤسسات كبيرة ذات ربحية مرتفعة ونسبة عالية من الأصول الرأسمالية، يعني أنّها وصلت مرحلة النضج والتي تليها مرحلة الانحدار أو التدهور، لذلك يجب عليها تطوير منتجاتها والبحث عن أسواق جديدة، وذلك بتبني استراتيجيات جديدة للنمو والتوسع مثل استراتيجية التنويع، أو الحيازة، الاندماج، أو التعاقد، أو التدويل...إلخ، وكذلك يمكنها شراء أسهم أو سندات لمؤسسات أخرى؛ كما يمكنها استثمار أرباحها في أصول أكثر سيولة (أوراق مالية) إلى حين تظهر فرص استثمارية أفضل، حتى يكون بإمكانها الحصول على هذه الأموال عند ارتفاع فرص النمو؛
- يجب على المؤسسات السعودية ذات فرص النمو المرتفعة عدم التوسّع أكثر في استخدام الديون للحفاظ على سعة مديونيتها (طاقتها الإقتراضية)، ولتجنّب العسر المالي لا سيّما أنّ لديها انخفاض في معدل تغطية الفوائد ما يزيد من مخاطرها المالية وعدم قدرتها على السداد، وبالأخص أنّها لا تمتلك نسبة عالية من الأصول الرأسمالية التي يمكنها بيعها للتخلص من العسر المالي، وهذا قد يؤدي بها إلى الإفلاس. كما أنّ الدائنين يمكنهم وضع قيود على قراراتها الاستثمارية لمنع نقل المخاطرة، وهذا يمنعها من الاستفادة من فرص النمو. وكل هذا سينعكس سلبا على قيمتها السوقية؛
- يجب أن ننوّه إلى أنّ الأسواق المالية تلعب دورا بالغ الأهمية في توفير التمويل اللّازم للمؤسسة وتتيح لها فرص نمو مختلفة، كما أنّها تمكّن من تحقيق التوازن بين احتياجات المؤسسة ورغبات

المستثمرين، لذلك سنقوم بتقديم بعض التوصيات للقائمين على بورصة الجزائر والمستوحاة من تجربة المملكة العربية السعودية في تطوير السوق المالي لديها، خاصة أنّ كلاهما يصنّف ضمن الأسواق المالية الناشئة. ومن بين هذه التوصيات:

- الاهتمام بالبورصة وتطويرها وتفعيل دورها، وخلق ثقافة التداول والاستثمار في الأسهم والسندات؛
- تطوير الإمكانيات والقدرات التنظيمية والفنية لبورصة الجزائر من أجل تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية؛
- تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات الافراد على الإدراج في البورصة؛
- تطوير خدمات ومنتجات مالية متنوّعة وابتكارية، واصدار أدوات مالية إسلامية وتداولها في بورصة الجزائر كالصكوك الإسلامية لتشجيع الافراد والمؤسسات على التداول؛
- إجبار المؤسسات على الإفصاح عن مختلف المعلومات لجميع المستثمرين حتى يكون هناك تماثل في المعلومات بين الإدارة والمساهمين الحاليين والمرتقبين، لضمان الشفافية والتقييم الجيّد للمؤسسة ولأسهمها، وهذا من شأنه أن يخفّض من تكلفة التمويل ويرفع من قيمة المؤسسة، لأنّه وكما رأينا في العديد من الدراسات توجد علاقة عكسية بين الإفصاح وتكلفة التمويل؛
- إنشاء موقع إلكتروني أو منصة رقمية مالية تقوم المؤسسات بنشر قوائمها المالية وأخبارها الاستثمارية فيها كالمنصة السعودية أرقام، وذلك لتحقيق الشفافية ولتوفير المعلومات اللّازمة للمستثمرين والباحثين، خاصة أنّ الباحث يجد صعوبة كبيرة في الحصول على المعلومات والبيانات المالية للمؤسسات الجزائرية، وهذا ما جعل أغلب الدراسات تكون عن المؤسسات المدرجة في البورصات الأجنبية؛
- تشجيع المؤسسات على دفع الزكاة وإدراجها ضمن قوائمها المالية، وذلك للدور الذي تلعبه في تحقيق وفورات كالضريبة تماما، والتي من شأنها أن تخفّض من تكلفة التمويل بالدين وبالتالي من التكلفة الوسطية المرجحة، وهذا ما ينعكس إيجابا على قيمة المؤسسة؛
- فتح بورصة الجزائر أمام المستثمرين الأجانب والانضمام إلى مؤشرات الأسواق العالمية من أجل الانفتاح على أسواق المال العالمية، على غرار ما يسعى إليه السوق المالي السعودي.

الدراسات المقترحة:

نقترح القيام بالدراسات التالية مستقبلا:

- ❖ إعادة هذه الدراسة على نفس العينة وبنفس المتغيرات في السنوات اللاحقة للتأكد من اختلاف فرص نمو المؤسسات محل الدراسة عبر الزمن، ومعرفة مدى ثبات النتائج التي توصّلت إليها هذه الدراسة؛
- ❖ إعادة هذه الدراسة بنفس متغيراتها لكن على عيّنات مختلفة وفي مجتمعات مختلفة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللّغة العربية:

1- ابراهيم مخيمر . (07 11, 2019). *السوق المالي السعودي*. تاريخ الاسترداد 25 07, 2023، من https://sotor.com.

2- ابراهيم منير هندي. (2003). *الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر* (الإصدار 5). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

3- أحمد بوراس. (2008). *تمويل المنشآت الاقتصادية*. عنابة: دار العلوم للنشر والتوزيع.

4- أمال لعقون، و امان يوسفي. (2021). خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA –دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019. *دراسات اقتصادية، 15*(2)، الصفحات 234-251.

5- امحمد عبد الحفيظي، و عادل سلماني. (2014). كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال. *مجلة البديل الاقتصادي، 1*(2)، الصفحات 203-229.

6- الإصدارات الدورية–Saudi Stock Exchange (Tadawl). (2022). *تداول السعودية Saudi Exchange*. تم الاسترداد من https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/newsandreports/reports-publications/annual-reports?locale=ar.

7- الدليل إلى نظام ضريبة الدخل. (بلا تاريخ). *الفصل الثالث: الوعاء الضريبي وأسعار الضريبة*. تاريخ الاسترداد 17 12, 2020، من https://gstc.gov.sa/ar/guidelines/Documents/.

8- السعيد فرحات جمعة. (2000). *الأداء المالي لمنظمات الأعمال –التحديات الراهنة-*. الرياض: دار المريخ للنشر.

9- العربية. (2021). *تاريخ سوق الأسهم السعودية "تداول" منذ تأسيسها في 1975*. تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.alarabiya.net/aswaq/videos/market-pulse/2021/11/18.

10- العربية. (2022). *السعودية تسعى لجعل "تداول" ضمن الأسواق الثلاث الأكبر في العالم*. تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.alarabiya.net/aswaq/special-stories/2022/07/26.

11- الهواري سويسي. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر.

12- إلياس بن ساسي. (2011). الأبعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراته الهيكلية والتنظيمية. بحث مقدم *إلى الملتقى الدولي بعنوان: " الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة دراسة وتحليل تجارب وطنية ودولية "*. البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة سعد دحلب.

13- إلياس بن ساسي. (2005). النمو و مفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي و الاستراتيجي للمؤسسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ولاية ورقلة- الجزائر. *المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات*. ورقلة.

14- إلياس بن ساسي. (2008). المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي: دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

15- إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2006). *التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات* (الإصدار الأولى). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

16- إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). *التسيير المالي -الإدارة المالية- أجوبة تمارين وحلول* (الإصدار 2). عمان: دار وائل للنشر.

17- إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). *التسيير المالي-الأدارة المالية- دروس وتطبيقات* (الإصدار الجزء الأول). عمان: دار وائل للنشر.

18- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، و ذهبية بن عبد الرحمان. (2020). *التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات*. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

19- أوجين بريجهام، و ميشيل إيرهاردت. (2009). *الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي*. (سرور علي ابراهيم سرور، المترجمون) الرياض: دار المريخ للنشر.

20- أيمن عبد الله محمد أبو بكر. (2017). *الاتجاهات المعاصرة في التمويل التأجيري: مدخل (نظري - تطبيقي)*. العين: دار الكتاب الجامعي.

21- بحرية مواعي، و عبد القادر براينيس . (2016). جدلية القيمة ين الفكر االقتصادي والفكر المالي. *مجلة البشائر االقتصادية*(3)، الصفحات 85-98.

22- بدر الدين قدوج، و مولود مليكاوي. (2019). أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت. *مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 10*(1)، الصفحات 100-116.

23- بسام محمد الآغا. (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "دراسة تطبيقية على شركات المساهمةالعامة العاملة بفلسطين" (رسالة ماجستير). قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، غزة: الجامعة الإسلامية.

24- بلخير بكاري. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP (أطروحة دكتوراه). قسم علوم التسيير: جامعة الجزائر 3.

25- تداول. (2018). *السوق المالية السعودية*. تاريخ الاسترداد 01 08, 2023، من https://annualreport2018.tadawul.com.sa/Resources/AnnualReport/ar/stewardship/governance_at_tadawul.html#:~:text=

26- جبار صحن عيسى. (2017). أثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة من (2008 -2013). *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة*(50)، الصفحات 485-498.

27- جليل كاظم مدلول العارضي. (2013). *الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية*. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

28- حسين بلعجوز ، و الجودي صاطوري. (2013). *تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

29- حسين عطا غنيم. (1999). *دراسات في التمويل*.

30- حمزة محمود الزبيدي. (2008). *الإدارة المالية المتقدمة* (الإصدار 2). عمان: الوراق للنشر والتوزيع.

31- خالد الراوي، عبد الله بركات، و نظال الرمحي. (بلا تاريخ). *نظرية التمويل الدولي*. دار المناهج للنشر والتوزيع.

32- خالد بن عبد العزيز السهلاوي، و عبد القادر محمد أحمد عبد الله. (2017). *الإدارة المالية* (الإصدار 5). الإحساء: السروات.

33- خالد محمد السواعي. (2012). *أساسيات القياس الاقتصادي باستخدام EViews*. إربد: دار الكتاب الثقافي.

34- دريد كامل آل شبيب. (2006). *مبادئ الإدارة المالية*. عمان: دار المناهج.

35- دريد كامل آل شبيب. (2009). *مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة* (الإصدار 2). عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

36- دعاء خلقي خنفر. (2017). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005- 2014) (رسالة ماجستير). كلية إدارة الأعمال: جامعة الخليل.

37- رانية كوثر رابحي. (2022). تطور نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي. *مجلة التحلیل والاستشراف الاقتصادي، 2*(2)، الصفحات 153-172.

38- رانية كوثر رابحي، و ابراهيم بومزايد. (2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات االاقتصادية. *مجلة الباحث االقتصادي، 6*(10)، الصفحات 367-395.

39- رضوان بن كشرود. (2018). مدى مساهمة إدارة رأس المال العامل في خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة ميدانية- (أطروحة دكتوراه). قسم علوم التسيير، عنابة: جامعة باجي مختار.

40- زغود تبر . (2009). محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر (رسالة ماجستير) . قسم علوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

41- سالم صلال راهي الحسناوي. (بدون سنة). *الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية*. مؤسسة دار الصادق الثقافية.

42- سعيدة بورديمة. (2014). التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية – دراسة حالة مشاريع استثمارية بالبنك الخارجي الجزائري وبنك الفلاحة والتنمية الريفية– وكالتي قالمة–(أطروحة دكتوراه). قسم علو التسيير، عنابة: جامعة باجي مختار.

44- سفيان دلفوف. (أكتوبر, 2018). أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، 14*(19)، الصفحات 189-2010.

45- سليمان ابو صبحا. (2009). *الإدارة المالية*. عمان: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.

46- سليمان شلاش، علي البلقوم، و سالم العون. (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001). *المنارة، 14*(1)، الصفحات 45-81.

47- سمية دربال. (2012). سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي – دراسة مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2010 (رسالة ماجستير). ورقلة، جامعة قاصدي مرباح.

48- سمير خالد صافي. (2015). *مقدمة في تحليل نماذج النحدار باستخدام EViews*. غزة: مكتبة آفاق.

49- سمير محمد عبد العزيز . (1997). *التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية*. الاسكندرية: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية.

50- شافية كتاف. (2014). دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير : جامعة سطيف 1.

51- صلاح حسن أحمد ، و فلاح حسن احمد. (جوان, 2016). *مدى إمكانية استخدام مضاعف الربحية في التنبؤ بالعوائدالرأسمالية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق دبي المالي*. تاريخ الاسترداد 2023، من https://www.researchgate.net/publication/310462940_mdy_amkanyt_astkhdam_mdaf_alrbhyt_fy_altnbw_balwayd_alrasmalyt_llashm_drast_ttbyqyt_fy_swq_dby_almaly.

52- طارق الحاج. (2002). *مبادئ التمويل*. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

53- طارق عبد العال حماد. (2008). *التقييم وإعادة هيكلة الشركات – تحديد قيمة المنشأة –*. الاسكندرية: الدار الجامعية.

54- طلال كداوي. (2015). *تقييم القرارات الاستثمارية* (الإصدار الطبعة العربية الثانية). عمان: اليازوري.

55- عادل لعجالي. (2012). دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد إستراتيجيات نمو المؤسسة – دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية *(رسالة* ماجستير). قسم علوم التسيير. *كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير* سطيف، جامعة فرحات عباس.

56- عادل لعجالي. (2017). أثر إستراتيجية التحالف والشراكة في تعزيز القدرات التنافسية للمؤسسات: دراسة حالة بعض المؤسسات (أطروحة *دكتوراه). تخصص علوم اقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير*. سطيف، جامعة فرحات عباس.

57- عاطف وليم اندراوس. (2006). *التمويل والإدارة المالية للمؤسسات*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.

58- عبد الغفار حنفي . (2005). *الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات*. الاسكندرية.

59- عبد الغفار حنفي. (2003). *أساسيات الإدارة المالية: دراسات الجدوى – تحليل مالي – هيكل رأس المال – سياسات توزيع الأرباح*. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر.

60- عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص. (2000). *أساسيات الاستثمار والتمويل*. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

61- عبد الكريم بوحدرة. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (رسالة ماجستير). قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري.

62- عبد الكريم خيري. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية (أطروحة دكتوراه). قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المسيلة: جامعة محمد بوضياف.

63- عبد الكريم خيري، و حسين بلعجوز. (2017). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة دراسة حالة "مؤسسة مطاحن الجلفة". *مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية*(10)، الصفحات 1-17.

64- عبد المجيد قدي، و عبد الوهاب دادان. (08-09 مارس, 2005). تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي. *المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات*، 519-535. قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة.

65- عبد المطلب عبد الحميد. (2003). *دراسات الجدوى الاقتصاديةلاتخاذ القرارات الاستثمارية*. الاسكندرية : الدار الجامعية.

66- عبد الوهاب بلمهدي، و عادل لعجالي. (2018). استراتيجية نمو المؤسسة الاقتصادية: الأشكال، الدوافع والتقييم. *مجلة تنمية الموارد البشرية، 9*(4)، الصفحات 84-126.

67- عبد الوهاب دادان. (2008). دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية -نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية -.(أطروحة دكتوراه) *كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*. جامعة الجزائر.

68- عبد الوهاب دادان. (2009). دور نماذج النمو الداخلي في ترشيد القرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (تحليل نظري وتطبيقي). *مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 4*(7)، الصفحات 89-105.

69- عبد الوهاب يوسف احمد. (2008). *التمويل وإدارة المؤسسات المالية*. الحامد.

70- عدنان الصنوي. (دون سنة). *مادة EViews في الاقتصاد القياسي*. تم الاسترداد من adnanalsanoy.wordpress.com.

71- عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2009). *الإدارة المالية المتقدمة*. الأردن : اليازوري.

72- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلام، و شقيري نوري موسى. (2011). *الإدارة المالية: النظرية والتطبيق*. عمان: دار المسيرة.

73- عدنان تايه النعيمي، و ياسين كاسب الخرشة. (2007). *أساسيات في الإدارة المالية*. عمان: دار المسيرة.

74- عصمت محمد بن حمو. (2016). طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة -دراسة حالة مؤسسة صيدال و الاوراسي (أطروحة دكتوراه). قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية. تلمسان: جامعة بو بكر بلقايد.

75- علال بن ثابت. (2014). أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر. *دراسات العدد الاقتصادي، 5*(1)، الصفحات 25-42.

76- علي بن الضب. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة2006-2008 (رسالة ماجستيير). قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

77- علي عباس. (2008). *الإدارة المالية*. الشارقة: إثراء للنشر والتوزيع.

78- علي محمد إبراهيم القرضاوي. (2012). قياس الفجوة التمويلية والتعرف على آثارها على كل من الربحية والنمو في الشركات الصناعية الليبية: دراسة تطبيقية على الشركات الليبية العامة العاملة في صناعة المواد الغذائية والواقعة إدارتها بمدينتي بنغازي أو طرابلس (رسالة ماجستير). قسم المحاسبة. كلية الاقتصاد والعلوم السياسية: جامعة بنغازي.

79- عمر عبد الله أحمد بني خلف. (2017). أثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان (رسالة ماجستير). قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، عمان: جامعة الشرق الأوسط.

80- فايز سليم حداد. (2010). *الإدارة المالية* (الإصدار 3). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

81- فريد النجار. (2009). *التمويل المعاصر*. الاسكندرية : الدار الجامعية.

82- كابيتال SNB. (2017). *نمو السوق الموازية*. تاريخ الاسترداد 5 10, 2023، من https://www.alahlicapital.com/Pages/Nomu-Parallel-Market.aspx.

83- مباشر السعودية. (2023). *الشركات المدرجة*. تاريخ الاسترداد 4 08, 2023، من https://www.mubasher.info/countries/sa/companies.

84- مجموعة تداول السعودية. (2023). *تداول السعودية*. تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.tadawulgroup.sa/wps/portal/tadawulgroup/portfolio/saudi-exchange.

85- مجموعة تداول السعودية. (2023). *حول تداول السعودية*. تاريخ الاسترداد 26 07, 2023، من https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/about-saudi-exchange/aboutus/saudi-exchange.

86- مجموعة تداول السعودية. (2023). *مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع)*. تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.tadawulgroup.sa/wps/portal/tadawulgroup/portfolio/edaa.

87- مجموعة تداول السعودية. (2023). *مقاصة*. تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.tadawulgroup.sa/wps/portal/tadawulgroup/portfolio/muqassa.

88- مجموعة تداول السعودية. (2023). *وامض*. تاريخ الاسترداد 10 09, 2023، من https://www.tadawulgroup.sa/wps/portal/tadawulgroup/portfolio/wamid?locale=ar.

89- محمد ابراهيم عبد الرحيم. (2008). *اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي*. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

90- محمد احمد عبد الله السماني. (2015). تكلفة التمويل وأثرها في الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة الشركة السودانية للإتصالات "سوداتل" في الفترة من2011-2007 (رسالة ماجستير). كلية الدراسات العليا: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

91- محمد بوشوشة. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية (أطروحة دكتوراه). قسم العلوم الاقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

92- محمد بوهالي، و عمر لعبني . (جانفي, 2019). أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة -دراسة حالة مطاحن الأغواط للفترة 2017-2012. *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، 04*(01)، الصفحات 40-24.

93- محمد رزقي. (2008). أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج (رسالة ماجستير). قسم العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة،: جامعة محمد خيضر .

94- محمد زيدان، و جمال قدام. (2015). اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2011-2013. *مجلة رؤى اقتصادية*(9)، الصفحات 126-146.

95- محمد سعيد عبد الهادي. (2008). *الإدارة المالية: الاستثمار- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية.* عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

96- محمد سويلم. (1997). *الإدارة المالية في ظل الكوكبية.* دار هاني للطباعة.

97- محمد صالح الحناوي ، و نهال فريد مصطفى. (2008). *الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال.* الاسكندرية: المكتب الجامعي الحديث.

98- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى ، و سيد الصيفي. (2007). *أساسيات ومبادئ الإدارة المالية.* الاسكندرية: المكتب الجامعي الحديث.

99- محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، و جلال ابراهيم العبد. (2003). *الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة.* الاسكندرية: الدار الجامعية.

100- محمد صالح الحناوي، و رسمية قرياقص. (1996). *أساسيات الإدارة المالية والتمويل.* الاسكندرية: الدار الجامعية.

101- محمد عبده محمد مصطفى. (1998). *تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة.* الاسكندرية: الدار الجامعية.

102- محمد عثمان اسماعيل حميد. (1995). *التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال.* القاهرة: دار النهضة العربية.

103- محمد علي ابراهيم العامري. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة.* عمان: إثراء للنشر والتوزيع.

104- محمد علي ابراهيم العامري. (2013). *الإدارة المالية الحديثة.* عمان: دار وائل للنشر .

105- محمود عزام اللحام، محمود ابراهيم نور، مصطفى يوسف كافي، و انس علي القضاه. (2016). *الإدارة المالية المعاصرة.* عمان: دار الإعصار العلمي .

106- محمد كربوش. (2014). استراتيجية نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- هل يمكن اعتبار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصينية كنموذج لمثيلاتها الجزائرية؟ (أطروحة دكتوراه). تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية والتسيير. تلمسان، جامعة أبو بكر بلقايد.

107- مليكة زغيب، و إلياس بوجعادة. (بلا تاريخ). *دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية.* تاريخ الاسترداد 14 6, 2023، من https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/.

108- مريم نايت عطية. (2018). محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي: دراسة تطبيقية للفترة 2011-2014. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 5*(1)، الصفحات 710-738.

109- منير ابراهيم هندي. (2003). *الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر* (الإصدار 5). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

110- منير ابراهيم هندي . (1998). *الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل.* الاسكندرية: منشأة المعارف.

111- منير ابراهيم هندي. (1999). *الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر* (الإصدار 4). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

112- مؤيد عبد الرحمان الدوري، و حسين محمد سلامة. (2013). *أساسيات الإدارة المالية.* عمان: دار الراية للنشر والتوزيع.

113- ميشيل سعيد سويدان، ديما وليد حنا الربضي، و طارق محمد هيثم عواد. (2015). أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. *المجلة العربية للإدارة، 35*(1)، الصفحات 263-283.

114- نهاد إلياس نادر. (2016). أثر الممكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q). *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 38*(2)، الصفحات 29-44.

115– نور الدين خبابة. (1997). *الإدارة المالية.* بيروت: دار النهضة العربية.

116– هشام طلعت عبد الحكيم، و أنوار مصطفى. (2010). تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج جوردن) (دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية). *مجلة الإدارة والاقتصاد*(81)، الصفحات 52-67.

117– هيثم محمد الزغبي. (2000). *الإدارة والتحليل المالي.* عمان: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع.

118– هيثم يعقوب إسحاق عبد الله. (2015). الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة: دراسة ميدانية لعينة من شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفتر ة من (2004 – م 2013م) (أطروحة دكتوراه). كلية الدراسات العليا والبحث العلمي: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

119– هيئة السوق المالية. (2020). *الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالية 2021-2023.* تاريخ الاسترداد 26 07, 2023، من https://cma.org.sa/AboutCMA/Documents/Stategy2020_ar.pdf.

120– هيئة السوق المالية. (2020). *قصة السوق: توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م.* الرياض.

121– هيئة السوق المالية. (2021). *قصة السوق: توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 2020-1926م* (الإصدار 1). الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية.

122– هيئة السوق المالية. (2023). *نظام السوق المالية.* تاريخ الاسترداد 28 07, 2023، من https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/Documents/CMA_Law.pdf.

123– هيئة السوق المالية. (2023). *هيئة السوق المالية.* تاريخ الاسترداد 26 07, 2023، من https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx

124– وامض. (2023). *حول وامض.* تاريخ الاسترداد 29 07, 2023، من https://www.wamid.sa/wps/portal/wamid/about

125– وائل رفعت خليل. (2018). *أساسيات الإدارة المالية : إدارة السيولة في المصارف التجارية- البنوك الالكترونية، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية.* الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.

126– وداد سليمان خليفة، و دعاء نعمان الحسيني. (2022). عدم تماثل المعلومات وأثره في تكلفة رأس المال: دراسة فيَ عيِّنة من سوق الأردن للأوراق المالية. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 18*(60)، الصفحات 727-744.

127– وردة قريني، و سعيدة بورديمة. (2022). تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة: دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمّان للأوراق المالية. *مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، 5*(2)، الصفحات 1017–1036.

128– وسيلة بن سعد. (2016). تقييم المؤسسة و دوره في تحقيق ميزة تنافسية (رسالة ماجستير)، *قسم علوم التسيير*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سيدي بلعباس، جامعة جيلالي اليابس.

129– وليد زهير أبو شعبان. (2017). مدى تأثير السيولة و الفرص الاستثمار ية على الهيكل المالي "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"(رسالة ماجستير). كلية التجارة، الجامعة الاسلامية – غزة.

130– يوسف حسن يوسف. (2012). *التمويل في المؤسسات الاقتصادية*. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.

ثانيا: المراجع باللّغات الأجنبية:

1- Ahmad , M. M., Hunjra, A. I., Qureshi, S. A., & Hanif, M. (2021). Impact of Asymmetric Information on Capital Structure Decisions of Agriculture-Allied and Non-Financial Firms. *Pakistan Journal of Social Sciences, 41*(1), pp. 1-12.

2- Ahmed, I. E., & Sabah, A. (2021). The Determinants of Capital Structure of the GCC Oil and Gas Companies. *International Journal of Energy Economics and Policy, 11*(2), pp. 30-39.

3- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*(11), pp. 277-291.

4- Alfawareh, F. S., Al-Kofahi, M., Daoud, L., Marei, A., & Alkhazaleh, A. (2021). The Determinants of Capital Structure:A Conceptual Understanding of Non-Financial Firms in Jordan. *Turkish Online Journal of Qualitative Inquiry, 12*(8), pp. 2144-2152.

5- Apriatni , N. E., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management, 8*(1), pp. 1-22.

6- Beaudoin, R., St-Pierre, J., & Bourgeois, J. (1996). La croissance soutenable du chiffre d'affaires des entreprises : stratégies financières et effet de taille. *3e CIFEPME.* Canada hal-01704906: Trois-Rivières.

7- Bhaduri, S. N. (2002). Determinants ofCorporate Borrowing: Some Evidencefrom the Indian Corporate Structure. *JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE, 26*(2), pp. 200-215.

8- Charbti, S. (2020). Dividend Policy, Irrationality approaches and Behavioral Corporate Finance: Theory and Evidence (Doctoral Thesis). Gestion: University of Burgundy Franche-Comté & University of Tunis El Manar.

9- CHASTENET, E. (2011). PROPOSITIONS POUR L'AMELIORATION DE LA PERTINENCE DE LA METHODE DES MULTIPLES EN EVALUATION D'ENTREPRISE (Thèse de doctorat). Sciences de Gestion, Lyon: Universite Jean Moulin.

10- Chen, K. (2002). The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities. *Paper for EFMA Annual Meeting*. University of Lausanne.

11- Chen, Y., Li, Q., Ng, J., & Wang, C. (2021). Corporate fiancing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership. *Journal of Corporate Finance*(69), pp. 1-23.

12- Chiha, K. (2009). *Finance d'entreprise.* Alger: Houma.

13- DANILA, N., NOREEN, U., AZIZAN, N. A., FARID, M., & AHMED, Z. (2020). Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study . *Journal of Asian Finance, Economics and Business* , pp. 1-8.

14- Danvic, S. (2020). FACTORS OF CAPITAL STRUCTURE: PROOF FROM THE TURKISH MANUFACTURING DIVISION. *International Journal of Finance & Economics*, pp. 1-17.

15- Delahaye, J., & Delahaye, F. (2007). *Finance d'entreprise Manuel et Applications.* Paris: Dunod.

16- Deyganto, K. O. (2021). Determinants of Capital Structure in Financial Institutions: Evidence from selected Micro Finance Institutions of Ethiopia. *preprints, 1*(1).

17- EASLEY, D., & O'HARA, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *THE JOURNAL OF FINANCE, LIX*(4), pp. 1553-1583.

18- FABOZZI, F. J., & DRAKE, P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management.* New Jersey: WILEY.

19- Farber, A., Laurent, M.-P., Oosterlinck, K., & Hugues, P. (2009). *Finance* (éd. 2). Paris: Pearson Education.

20- Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance, 5*, pp. 141-168.

21- Hussein, Y. S., Abdeljawad, A. M., Hamad, A. L., Abouelnaga, H. M., & Shoshan, H. (2020). The Impact of Cost of Capital Operating Profits, and Invested Capital on The Economic Value Added in the Materials' Sector in the Egyptian Market. *International Journal of Innovation, Creativity and Change, 14*(12), pp. 508-516.

22- Kasenda, F. (2020). DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND ITS IMPLICATIONS FOR FINANCIAL PERFORMANCE OF CONSTRUCTION SERVICE COMPANIES. *Palarch's Journal Of Archaeology Of Egypt/Egyptology, 17*(7), pp. 2334-2346.

23- Kooli, M., Adjaoud, F., Boubakri, N., & Chkir, I. (2013). *Finance d'entreprise évaluation et gestion* (éd. 2). Canada: Cheneliére éducation.

24- Kuo, L., Kuo, P.-W., & Chen, C.-C. (2021). Mandatory CSR Disclosure, CSR Assurance, and the Cost of Debt Capital: Evidence from Taiwan. *Sustainability, 13*(1768), pp. 1-19.

25- Leman, W., Suriawinata, I. S., & Noormansyah, I. (2020). The Effect of Capital Structure, Profitability and Company Size on Value of Companies In The Automotive Industry Sector Listed on IDX 2014-2018. *Indonesian Journal of Business, Accounting and Management, 3*(2), pp. 1-19.

26- Levy, H., & Sarnat, M. (1986). *Capital Investment and Financial Decisions* (éd. 3). New Jersey: Prentice Hall International.

27- Lubis, P. K., & Adriani, D. (2021). The Effect of Profitability on Share Prices Through Capital Structure as an Intervening Variable in Indonesia's Automotive Sectors Listed Companies. *Advances in Economics, Business and Management Research, volume, 163*, pp. 140-144.

28- Luckyardi, S., Agustini, K., Nugraha, & Sari, M. (2021). THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY AND CAPITAL STRUCTURE ON FIRM VALUE IN AGRICULTURAL SECTOR. *Jurnal Ilmu Keuangan dan Perbankan, 11*(1), pp. 1-20.

29- McConnell, J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*(39), pp. 131-157.

30- Meghouar, H. (2016). Opportunités de Croissance, Création de Valeur et Prise de Controle d'entreprises: Un cas Empirique Franais. *Vie & Sciences de l'entreprise, 1*(201), pp. 51-69.

31- Meyer, G. (2010). *Finance d'entreprise.* Paris: Hachette.

32- Mindayani, R., Banani, A., & Laksana, R. D. (2020). ANALYSIS THE EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, GROWTH FIRM, RISK BUSINESS ON FIRM PERFORMANCE IN MANUFACTURING FIRM LISTED AT THE INDONESIA STOCK EXCHANGE. *ICORE, 5*(1), pp. 940- 949.

33- Mustafa, Mas'ud, M., Junaid, A., Nur, A. N., & Nasir, M. (2020). Impact of Ownership Structure, Capital Structure, Investment Opportunities on Dividend and Value Policy Company. *Journal of Business and Management, 22*(10), pp. 8-31.

34- MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE. *Journal of Financial Economics*(13), pp. 187-221.

35- Nirbaya , M. P., & Prasetyo, A. D. (2020). Optimal Capital Structure for Indonesian State-Owned Electricity Company. *In Proceedings of the 2nd International Conference on Inclusive Business in the Changing World (ICIB 2019)*, 729-737. Science and Technology Publications.

36- Obiedallah, Y. R. (2021). Empirical Measures of the Firm Cost of Equity Capital: A Critical Review. *مجلة الدراسات المالية والتجارية*(2), pp. 54-61.

37- Rahman, S. M., & Tania, T. C. (2021). MANUFACTURING FIRMS' CAPITAL STRUCTURE IN BANGLADESH: COMPARISON BETWEEN LISTED MNCS AND LOCAL COMPANIES. *International Journal of Accounting & Finance Review, 6*(1), pp. 1-18.

38- Saraswati, L. R., Umar, H., & Purba, R. B. (2020). The Effect of Level of Disclosure And Audit Quality On The Cost of Equity Capital Moderated By Financial Distress Prediction. *International Journal of Economics and Management Studies, 7*(11), pp. 58-64.

39- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*(15), pp. 1447-1457.

40- Sherlita, E., & Ramadhian, M. G. (2021). The Influence of Capital Structure, Growth Opportunities and Earnings Persistence on Earnings Response Coefficient. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education, 12*(8), pp. 1021-1025.

41- Simanullang, C. D., Edward, Y. R., Ginting, R. R., & Simorangkir, E. N. (2021). THE EFFECT OF RETURN ON ASSETS (ROA) AND RETURN ON EQUITY (ROE) ON COMPANY VALUE WITH CAPITAL STRUCTURE AS MODERATING VARIABLES IN BANKING COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE. *International Journal of Business, Economics and Law, 24*(6), pp. 129-134.

42- Snoussi, J. K., & Rigobert, M.-J. (2016). *Finance d'entreprise* (éd. 3). Paris: Dunod.

43- SUBAGYO, H. (2021). Relationships between Debt, Growth Opportunities, and Firm Value: Empirical Evidence from the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 8*(1), pp. 813-821.

44- Sumitra , N. (2020). Determinants of the Speed of Adjustment toTarget Capital Structure: Indian Evidence. *International Journal of Applied Economics and Econometrics, 1*(1), pp. 19-32.

45- Susanto, S. A., & Sihombing, T. (2021). ANALYSIS OF THE EFFECT OF CAPITAL EXPENDITURE, BUSINESS RISK, AND PROFITABILITY ON THE CAPITAL STRUCTURE OFCOMPANIES ON PROPERTY INDUSTRY. *ULTIMA Accounting, 13*(2), pp. 257-270.

46- Tajudeen, K. F., Obafemi, D. S., & Oluseye, M. J. (2021). Influence of Capital Structure on Firms Performance in Nigeria (Evidence from the Pharmaceutical Industry). *International Journal of Innovative Science and Research Technology, 6*(1), pp. 654-660.

47- Thibierge, C. (2012). *Comprendre Toute La Finance.* Paris: Vuibert.

48- Ulum, A. S. (2021). Pattern Of Relationship Between Macro Economics, Capital Structure, Profitability, And Firm Value Of Manufacturing Companies. *International Journal of Business Marketing and Management (IJBMM), 6*(1), pp. 70-80.

49- UTAMI, E. S., GUMANTI, T. A., SUBROTO, B., & KHASANAH, U. (2021). Static or Dynamic Capital Structure Policy Behavior: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 8*(1), pp. 71-79.

50- Vernimmen, P., Quiry, P., & Franck, C. (1998). *Finance d'entreprise* (éd. 3). Paris: DALLOZ.

51- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2012). *Finance d'entreprise* (éd. 10). PARIS: DALLOZ.

52- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2014). *Finance d'entreprise* (éd. 12). Paris: DALLOZ.

53- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2016). *Finance d'entreprise* (éd. 14). Paris: Dalloz.

54- Visantavarakul, K. (2021). Investigating the Role of Growth in Determining Capital Structure in Thai Stock Market (SET) through Signaling Game. *Thailand and The World Economy, 39*(1), pp. 58-72.

55- Vizzavona, P. (1999). *Gestion Financiére* (éd. 9). Alger: BERTI Edition.

56- Widajatun, V. W., & Suhenri, K. F. (2020). EFFECT OF PROFITABILITY, AND SALES GROWTH, WITH THE CONTROL VARIABLE ASSET STRUCTURE ON CAPITAL STRUCTURE IN VARIOUS INDUSTRY SECTORS LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE FOR THE PERIOD 2014-2018. *Palarch's Journal of Archaeology of Egypt/ Egyptology, 17*(10), pp. 3122-3130.

57- Yundhari, N. T., & Sedana, I. P. (2020). The Effect Of Profitability, Growth, And Asset Structure On Company Value With Capital Structure As Mediation On Consumer Goods Companies In Indonesia Stock Exchange. *nternational Journal ofBusiness Marketing and Management, 5*(11), pp. 21-33.

58- Yuniarti, R., & Arsyiy, L. (2021). The Effect Of Information Asymmetry To Cost Of Equity Capital (Study On Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange For The Year 2017-2019). *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education, 12*(11), pp. 1433-1441.

الملاحق

الملحق رقم (01): الإحصاء الوصفي للعينة الكلية

	PER	VE	KE	KD	K	ICR	DR	DER	STRA	RER	ROE	ROA	EPS	DPS	SIZE
Mean	61.7030841...	4.48299065...	0.04518691...	0.01639719...	0.03430934...	93.4164485...	0.44804299...	1.30258130...	0.61185514...	0.11655981...	0.12993551...	0.07025028...	2.19411214...	1.22943925...	9.57317757...
Median	27.75	2.81	0.0381	0.0147	0.0261	7.74	0.4616	0.8573	0.678	0.0899	0.1169	0.0592	1.88	0.8	9.39
Maximum	835.92	48.94	0.4391	0.05050000...	0.2918	5362.16	0.941	15.9491	0.9595	0.4737	0.5804	0.3154	8.48	7.5	12.73
Minimum	5.25	0.39	0.002	0.0002	0.0031	0.13	0.0324	0.0335	0.0527	-0.1782	0.0046	0.0029	0.08	0	7.99
Std. Dev.	124.138130...	5.53601215...	0.04975064...	0.01044055...	0.03217673...	527.400237...	0.21848332...	1.81011797...	0.22962273...	0.11917557...	0.09712868...	0.05885644...	1.77972170...	1.37800569...	0.79912994...
Skewness	4.85828659...	5.49699272...	5.00467125...	0.77949073...	5.20112748...	9.48680121...	-0.0891121...	5.51897193...	-0.7800001...	0.84609464...	1.49002971...	1.47886919...	1.12829749...	1.69322393...	1.21506594...
Kurtosis	27.9718449...	41.6326329...	38.2349813...	3.56901715...	40.0921248...	94.8972680...	2.04460061...	42.6371888...	2.64902051...	3.96256785...	6.68201208...	6.07447303...	3.97248868...	6.79457485...	5.58507411...
Jarque-Bera	3201.10488...	7192.84337...	5981.70503...	12.2791584...	6616.31215...	39256.0952...	4.21112701...	7547.70395...	11.3990118...	16.8972683...	100.035936...	81.1443453...	26.9192167...	115.322939...	56.1221651...
Probability	0	0	0	0.00215583...	0	0	0.12177703...	0	0.00334761...	0.00021419...	1.89440281...	2.39733808...	1.42746789...	9.07699085...	6.50469101...
Sum	6602.23	479.679999...	4.835	1.75450000...	3.67110000...	9995.56	47.9406000...	139.3762	65.4685000...	12.4719	13.9030999...	7.51678000...	234.77	131.55	1024.33
Sum Sq. Dev.	1633489.20...	3248.62764...	0.26236340...	0.01155454...	0.10974625...	29484007.1...	5.05990620...	347.311871...	5.58901960...	1.50549869...	1.00000194...	0.36719254...	335.745390...	201.283366...	67.6925196...
Observations	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق رقم (02): الإحصاء الوصفي للعينة ذات فرص النمو المرتفعة

	PER	VE	KE	KD	K	ICR	DR	DER	STRA	RER	ROE	ROA	EPS	DPS	SIZE
Mean	134.251315...	6.09815789...	0.01508421...	0.01915789...	0.01745789...	14.0502631...	0.48689736...	1.62718947...	0.57934210...	0.06668157...	0.06643157...	0.03150526...	0.94105263...	0.56921052...	9.26210526...
Median	61.495	3.03	0.01505	0.0195	0.01695	2.34	0.54400000...	1.19315	0.63705	0.0383	0.04815	0.01755	0.525	0.35	9.21000000...
Maximum	835.92	48.94	0.0361	0.05050000...	0.0405	178.09	0.941	15.9491	0.9318	0.2653	0.252	0.1302	3.75	2.8	10.7
Minimum	36.9	1.15	0.002	0.002	0.0031	0.13	0.0544	0.1245	0.0776	-0.1002	0.0046	0.0029	0.08	0	7.99
Std. Dev.	188.886728...	8.48238265...	0.00796219...	0.01135350...	0.00763833...	38.0893823...	0.21936054...	2.53334466...	0.25347853...	0.09274951...	0.06309432...	0.03249157...	0.94528642...	0.73603165...	0.71092310...
Skewness	2.77798414...	3.80022495...	0.27077329...	0.73930843...	0.42533270...	3.73888678...	-0.2465279...	4.90802028...	-0.5981916...	0.53780723...	1.54182944...	1.69994621...	1.35007672...	1.36937360...	0.27232337...
Kurtosis	9.94880985...	18.7978099...	2.83067074...	3.74625684...	3.69875818...	15.7017787...	2.07626651...	28.3849635...	2.15561675...	2.82381739...	4.53370985...	5.28462735...	3.70236331...	4.05433609...	2.43790447...
Jarque-Bera	125.328341...	486.617928...	0.50974641...	4.34341128...	1.91883320...	343.982778...	1.73594708...	1172.85579...	3.39516702...	1.88097910...	18.7802619...	26.5664185...	12.3248929...	13.6362381...	0.96993647...
Probability	6.09953081...	2.14911389...	0.77501475...	0.11398303...	0.38311632...	2.01877869...	0.41980139...	2.07778215...	0.18312551...	0.39043665...	8.35445151...	1.70284650...	0.00210709...	0.00109377...	0.61571675...
Sum	5101.55	231.73	0.5732	0.728	0.6634	533.910000...	18.5020999...	61.8332	22.015	2.5339	2.5244	1.1972	35.76	21.63	351.960000...
Sum Sq. Dev.	1320093.25...	2662.18017...	0.00234567...	0.00476937...	0.00215873...	53679.6388...	1.78040486...	237.459901...	2.37730063...	0.31829149...	0.14729306...	0.03906099...	33.0619578...	20.0444763...	18.7002315...
Observations	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق رقم (03): الإحصاء الوصفي للعينة ذات فرص النمو المنخفضة

	PER	VE	KE	KD	K	ICR	DR	DER	STRA	RER	ROE	ROA	EPS	DPS	SIZE
Mean	16.4008108...	2.68756756...	0.08167297...	0.01370540...	0.05670540...	201.179459...	0.35622972...	0.84688648...	0.65400270...	0.15721081...	0.16160810...	0.10123459...	2.84486486...	1.48675675...	9.75621621...
Median	16.89	2.28	0.0576	0.0119	0.0457	15.23	0.3616	0.5664	0.7079	0.1224	0.1581	0.0907	2.59	1.28	9.44999999...
Maximum	22.23	9.41	0.4391	0.0393	0.2918	5362.16	0.8868	7.8339	0.9595	0.4737	0.4311	0.3154	6.78	4	12.33
Minimum	5.25	0.39	0.0326	0.0002	0.0213	1.4	0.0324	0.0335	0.2318	-0.0095999...	0.0534	0.0206	0.65	0	8.75
Std. Dev.	4.00136322...	1.65699762...	0.06868459...	0.00929474...	0.04538535...	879.391073...	0.19651495...	1.30219391...	0.17936128...	0.11896663...	0.07435544...	0.05558486...	1.40813632...	1.12647447...	0.81453241...
Skewness	-0.4705073...	2.26524942...	3.99360753...	0.74155467...	3.97472532...	5.68802292...	0.38386699...	4.39917562...	-0.7000311...	1.09648440...	1.40818359...	1.46805628...	0.92548906...	0.66412037...	1.58130885...
Kurtosis	2.82392407...	9.17275867...	21.0636078...	3.02933157...	20.7925745...	33.8718857...	3.08591370...	23.8245487...	2.78226949...	3.47080564...	6.16790986...	7.06962704...	3.75708591...	2.58978430...	4.83805541...
Jarque-Bera	1.41295525...	90.3854029...	601.388031...	3.39239689...	585.477941...	1668.83527...	0.92006150...	787.903922...	3.09502030...	7.75577065...	27.7000146...	38.8232079...	6.16558615...	2.97927147...	20.6284227...
Probability	0.49337900...	2.36079956...	2.57186504...	0.18337932...	7.32960250...	0	0.63126423...	8.10656832...	0.21277709...	0.02069454...	9.66091440...	3.71233804...	0.04583106...	0.22545476...	3.31585032...
Sum	606.829999...	99.44	3.0219	0.5071	2.0981	7443.64	13.1805	31.3348	24.1981	5.81680000...	5.9795	3.74568	105.26	55.0100000...	360.98
Sum Sq. Dev.	576.392675...	98.8430810...	0.16983267...	0.00311011...	0.07415389...	27839831.7...	1.39025253...	61.0455240...	1.15813692...	0.50951013...	0.19903436...	0.11122838...	71.3825243...	45.6820108...	23.8846702...
Observations	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق رقم (04): تحليل الانحدار لعينة فرص النمو المرتفعة

Dependent Variable : VE
Method : Least Squares
Date : 11/21/23 Time : 13 :48
Sample : 1 40
Included observations : 38

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.18274	15.17849	1.659107	0.1101
KE	-475.5971	245.7928	-1.934951	0.0649
KD	-79.03760	184.90556	-0.427448	0.6729
K	71.54460	324.43218	0.220523	0.8273
ICR	-0.044134	0.039337	-1.121943	0.2730
DR	-1.441470	7.162625	-0.201249	0.8422
DER	2.312714	0.671130	3.44599	0.0021
STRA	-1.930929	3.855554	-0.500818	0.6211
RER	20.28079	14.27066	1.421153	0.1681
ROE	280.0396	49.39095	5.669857	0.0000
ROA	115.1432	63.19781	1.821949	0.0809
EPS	-21.77927	4.090143	-5.324818	0.0000
DPS	2.997857	3.704886	0.809163	0.4264
SIZE	-1.917753	1.689235	-1.135279	0.2675

R-squared	0.748299	Mean dependent var	6.098158
Adjusted R-squared	0.611960	S.D. dependent var	8.482383
S.E. of regression	5.283917	Akaike info criterion	6.444522
Sum squared resid	670.0746	Schwarz criterion	7.047843
Log likelihood	-108.4459	Hannan-Quinn criter.	6.659179
F-statistic	5.488543	Durbin-Watson stat	1.904818
Prob(F-statistic)	0.000165		

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق رقم (05): تحليل الانحدار لعينة فرص النمو المنخفضة

Dependent Variable : VE
Method : Least Squares
Date : 11/21/23   Time : 13 :58
Sample: 1 40
Included observations : 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.185813	1.580029	-0.117601	0.9074
KE	-6.003925	16.87582	-0.355771	0.7253
KD	-14.24666	17.26441	-0.825204	0.41777
K	3.892174	25.78521	0.150946	0.8813
ICR	1.15E-05	0.000198	0.058373	0.9540
DR	3.697724	1.713516	2.157975	0.0416
DER	-0.270513	0.168649	-1.603997	0.1224
STRA	0.701273	0.85677	0.818501	0.4215
RER	3.184069	1.387568	2.294711	0.0312
ROE	17.51652	3.709156	4.722509	0.0001
ROA	-1.853772	6.551568	-0.282951	0.7797
EPS	-0.096495	0.118927	-0.811381	0.4255
DPS	0.332905	0.152330	2.185422	0.0393
SIZE	-0.161432	0.175143	-0.921712	0.3662

R-squared	0.911363	Mean dependent var	2.687568
Adjusted R-squared	0.861264	S.D. dependent var	1.656998
S.E. of regression	0.617187	Akaike info criterion	2.154042
Sum squared resid	8.7611445	Schwarz criterion	2.763579
Log likelihood	-25.84979	Hannan-Quinn criter.	2.368933
F-statistic	18.19120	Durbin-Watson stat	1.149720
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق رقم (06): اختبار ثبات التباين لعينة فرص النمو المرتفعة

Heteroskedasticity Test : ARCH

F-statistic	0.014614	Prob. F (1,33)	0.9045
Obs*R-squared	0.015493	Prob. Chi- Square (1)	0.9009

Test Equation:
Dependent Variable : RESID^2
Method : Least Squares
Date : 12/22/23 Time : 21 :48
Sample (adjusted) : 2 40
Included observations : 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.40161	5.904270	3.286030	0.0024
RESID^2(-1)	-0.024441	0.202182	-0.120887	0.9045

R-squared	0.000443	Mean dependent var	19.04936
Adjusted R-squared	-0.029847	S.D. dependent var	29.93650
S.E. of regression	30.37997	Akaike info criterion	9.720889
Sum squared resid	30457.11	Schwarz criterion	9.809767
Log likelihood	-168.1156	Hannan-Quinn criter.	9.751570
F-statistic	0.014614	Durbin-Watson stat	0.884153
Prob(F-statistic)	0.904514		

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13

الملحق (07): اختبار ثبات التباين لعينة فرص النمو المنخفضة

Heteroskedasticity Test : ARCH

F-statistic	0.722158	Prob. F (1,31)	0.4020
Obs*R-squared	0.751248	Prob. Chi- Square (1)	0.3861

Test Equation :
Dependent Variable : RESID^2
Method : Least Squares
Date : 12/22/23 Time : 22 :27
Sample (adjusted) : 2 38
Included observations : 33 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.219141	0.084973	2.578935	0.0149
RESID^2(-1)	0.160743	0.189154	0.849799	0.4020

R-squared	0.022765	Mean dependent var	0.256233
Adjusted R-squared	-0.008759	S.D. dependent var	0.416990
S.E. of regression	0.418812	Akaike info criterion	1.155902
Sum squared resid	5.437504	Schwarz criterion	1.246599
Log likelihood	-17.07238	Hannan-Quinn criter.	1.186419
F-statistic	0.722158	Durbin-Watson stat	1.709492
Prob(F-statistic)	0.401953		

المصدر: من مخرجات برنامج E-Views13